

- **Es gibt keinen Schutz**

2018 war das schlechteste Jahr an den Finanzmärkten seit der Watergate-Affäre. Keine der acht grössten Anlagekategorien hat fester geschlossen. Während Verluste in spezifischen Kategorien in den letzten 50 Jahren auch schon mal grösser waren, gab es immerhin fast immer zumindest eine Anlageklasse, welche ein wenig Rückhalt bot und Verluste abfederte. Dass sämtliche Kategorien ohne Rezession nach unten zeigen, ist höchst ungewöhnlich.

Die steigenden Zinsen in den USA sind zweifelsohne der Hauptgrund für fallende Aktienkurse. Aber auch das Haushaltsdefizit der USA, das nachlassende Wachstum Chinas, Handelsstreitigkeiten und steigende Ölpreise spielen ebenfalls eine Rolle. Das US Fed hat nicht nur die Zinsen seit 2015 acht Mal erhöht, sondern auch das Liquiditätsprogramm (QE) sowie Zukäufe von US-Schatzanleihen gestoppt, was dieses Jahr zu einer Finanzierungslücke von etwa USD 400 Mrd. geführt hat. Ökonomen von Pictet berechnen, dass eine Liquiditätsreduktion von USD 100 Mrd. gleichbedeutend ist mit einem Zinsanstieg von 0.25%.

- **Die Volatilität ist zurück**

Im ablaufenden Jahr gab es mehr als 20 Tage, an denen der Markt um mehr als 2% einbrach – verglichen mit nicht einem im Vorjahr. Nebst dem Handelskrieg zwischen den USA und China haben die Unsicherheit rund um den Brexit, die Haushaltsstreitigkeiten in Italien und das Wiederaufflammen der griechischen Bankenkrise, verschlimmert durch systemische institutionelle Verkäufe, die Volatilität angefacht. Dies hat Anleger in wertorientierte, weniger zyklische und konservativere Papiere getrieben. Wir erwarten bis Jahresende weiterhin Volatilität am Markt aufgrund Portfolioberaumungsaktivitäten. Viele Portfolio Manager werden ihre Verlustpositionen abstossen, was schwächere Titel zusätzlich unter Druck setzen dürfte.

- **Schwellenländermärkte – bei Rückschlägen kaufen?**

Schwellenländertitel haben noch mehr gelitten als ihre Pendants in den Industrieländern. Bewertungen haben Mehrjahrestiefs erreicht. Diese haben vor allem unter der relativen Stärke des US-Dollars (die meisten sind netto Öl-Importeure), dem nachlassenden Wachstum Chinas und ungelöster Handelsfragen gelitten, welche die globalen Wertschöpfungsketten stark beschädigt haben. Das Liquiditätsniveau M1 hat in China kaum zugenommen, teils aufgrund einer Kapitalflucht. Eine Umkehr der Schwellenländermärkte in den kommenden Monaten scheint unwahrscheinlich.

- **Abflachende Zinskurven**

Es wird erwartet, dass die kurzfristigen Zinsen in den USA nach einer weiteren Erhöhung diese Woche weiter steigen. Die Zinskurve ist die flachste seit 2008, die Differenz zwischen 3-Monats- und 10-Jahresrendite beträgt weniger als 50 Basispunkte. Während eine sich anbahnende Rezession oftmals durch eine invertierte Zinskurve vorhergesagt wird, führt eine flache Kurve zumeist nicht zu einer invertierten. Es gibt demnach kaum Anreiz, sich einem Laufzeitrisiko auszusetzen. Worauf wartet also der Markt? Auf ein klares Signal, dass Inflation keine Hauptsorge mehr ist – was ein stärkerer US-Dollar und tiefere Ölpreise auch suggerieren würden.