

dreyfus
BANQUIERS
1813



Kompass

1. Quartal 2019

Der Konjunkturzyklus in der Spätphase

Stagnierendes Wirtschaftswachstum
in Italien

Schweizer Immobilien:
Eine Anlageklasse für Ihr Portfolio

Abkühlende Konjunktur und wachsende Sorgen um Italien

In den vergangenen Wochen signalisierten verschiedene Frühindikatoren eine Abschwächung der globalen Wirtschaftsdynamik. Derzeit befinden wir uns in der Spätphase des Konjunkturzykluses. Die US Notenbank Federal Reserve begann bereits vor einiger Zeit, die Leitzinsen zu erhöhen. Mittlerweile ist die Zinsstrukturkurve nahezu flach. In der Vergangenheit galt deren Inversion als zuverlässiger Indikator für eine bevorstehende Rezession. Jüngst trübte sich auch die Stimmung der Einkaufsmanager ein, vor allem in Italien. Allerdings bereitet Italien schon seit längerem Sorgen. Die Wirtschaftsleistung des Landes befindet sich noch immer unter dem Niveau vor der Finanzkrise. Und selbst im längerfristigen Vergleich zeigt sich, dass Italien seit der Einführung des Euros nicht mehr gewachsen ist. Gründe hierfür sehen wir in ausgebliebenen Investitionen zur Modernisierung des Landes, einem unfreundlichen Geschäftsumfeld aber auch in einem verbesserungsbedürftigen Bildungssystem sowie Ineffizienzen der öffentlichen Verwaltung. Im dritten Teil dieser Kompass-Ausgabe „Wissen & Erfahrung“ stellen wir den Schweizer Immobilienmarkt vor. Wir zeigen auf, welche Anlagevehikel sich für einen Privatanleger eignen und wie sich in einem Umfeld niedriger Zinsen das Angebot dieses Segments entwickelt hat. Schliesslich gehen wir darauf ein, ob die gestiegene Zahl an leerstehenden Mietwohnungen ein Indiz für eine Immobilienblase ist und was die letzte Immobilienkrise in der Schweiz ausgelöst hat.

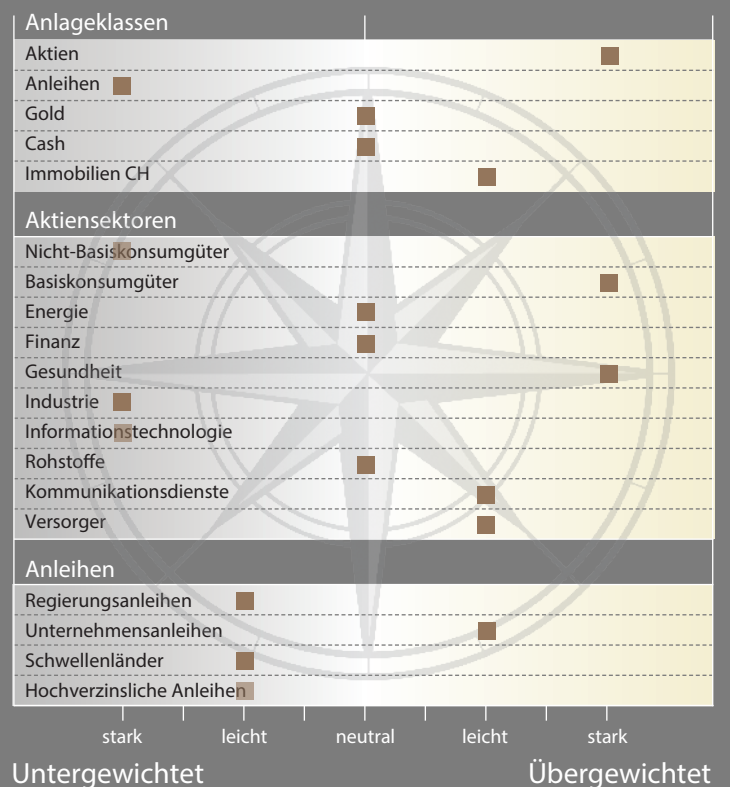
Defensivere Allokation der Aktiensektoren

Seit einigen Wochen trübt sich das makroökonomische Umfeld ein (s. Grundtrend 1). Viele der negativ tendierenden Frühindikatoren kommen allerdings von hohen Niveaus und signalisieren noch immer ein moderates Wachstum. Aus diesem Grund halten wir vorerst an der Übergewichtung von Aktien fest. In Anbetracht des beständigen Niedrigzinsumfelds gewichten wir ferner Schweizer Immobilien zu Lasten von Anleihen über.

Innerhalb der Aktien nehmen wir eine verstärkt defensive Positionierung ein. Wir reduzieren die Gewichtung der Sektoren Informationstechnologie, Finanzwesen und Nicht-Basiskonsumgüter. Im Gegenzug erhöhen wir die Allokation der Versorger und des neuen Sektors der Kommunikationsdienste aufgrund des guten Momentums.

Im Bereich der Obligationen präferieren wir nach wie vor Unternehmens- gegenüber Regierungsanleihen. Bei Anleihen aus Schwellenländern und hochverzinslichen Anleihen belassen wir jeweils eine leichte Untergewichtung.

Asset Allocation Empfehlung per 18. Dezember 2018 für einen Anleger mit Basiswährung CHF.



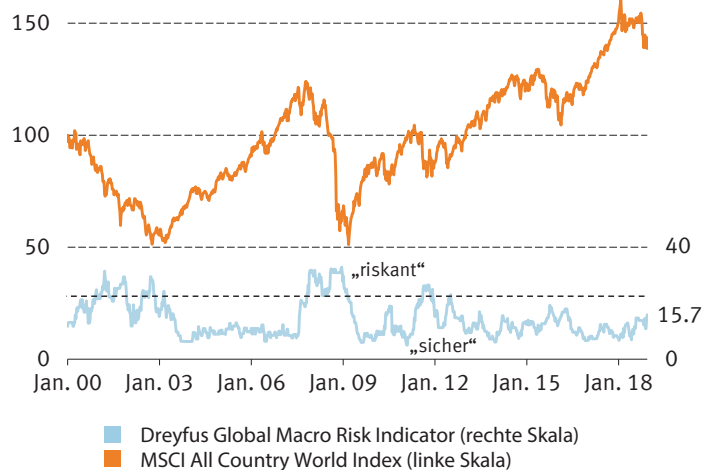
Grundtrend: Der Konjunkturzyklus in der Spätphase

Grundtrend 1:

Indizierte Wertentwicklung in USD

Quelle: Eigene Berechnungen

Indikatorwert

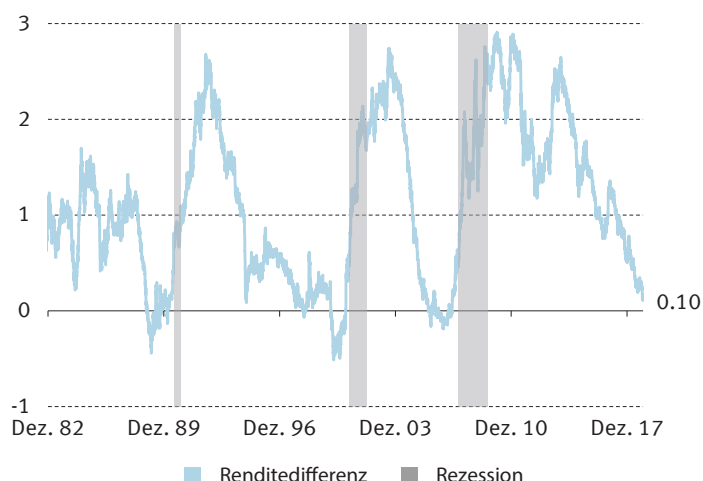


Steigende Risiken für Aktienanlagen

Um lang anhaltende Korrekturphasen am Aktienmarkt frühzeitig identifizieren zu können, hat Dreyfus Banquiers einen Risikoindikator entwickelt - den Global Macro Risk Indicator (GMRI). Der GMRI basiert auf 27 verschiedenen Frühindikatoren, welche die Entwicklung der Weltwirtschaft, einzelner Kontinente, Regionen und Länder prognostizieren. Systematische Entscheidungsregeln beurteilen einen jeden Frühindikator und zeigen an, ob dieser ein positives oder weniger aussichtsreiches Umfeld für Aktien signalisiert. Der Wertebereich des GMRI ist auf das Intervall 5 bis 35 definiert, wobei Werte oberhalb der 20 eine Krise prognostizieren. Zu Beginn des Jahres 2018 lag unser Indikator bei einem Wert von 7.8. Aktuell steht er bei 15.7 und signalisiert damit ein passables Umfeld für Aktien, bei gestiegenen Risiken.

Grundtrend 2:

Renditedifferenz von 10- und 2-jährigen US Staatsanleihen in % p. a.



Die Zinsstrukturkurve als Rezessionsindikator

Im Dreyfus GMRI ist u. a. die Entwicklung der globalen Finanzmarktkonditionen berücksichtigt. Da die USA in der Weltwirtschaft eine Vorreiterrolle einnehmen, betrachten wir die Differenz der Renditen von 10- und 2-jährigen US Staatsanleihen. Sinkt die Renditedifferenz, wird die Zinsstrukturkurve flacher. In der Vergangenheit folgte auf eine flache Zinsstrukturkurve (Renditedifferenz = 0) eine Rezession. Seit einigen Jahren nähern sich die Renditen von 10- und 2-jährigen US Staatsanleihen wieder an. Insbesondere die steigenden Leitzinsen beschleunigen diese Entwicklung. Aktuell beträgt die Renditedifferenz lediglich 10 Basispunkte. Invertiert sich die Zinsstrukturkurve, müsste in ein bis zwei Jahren mit einer Rezession gerechnet werden. Die Aktienmärkte nehmen diese Entwicklung meist vorweg.

Grundtrend 3:

Einkaufsmanagerindizes

Quellen: Markit, J. P. Morgan

Welt	53.0	52.8	52.6	52.2	52.0	52.0
Industrieländer	54.4	54.0	53.8	53.6	53.2	52.8
Schwellenländer	51.2	51.0	50.8	50.3	50.5	50.8
USA	55.4	55.3	54.7	55.6	55.7	55.4
Eurozone	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8
Schweiz	61.6	61.9	64.8	59.7	57.4	57.7
Deutschland	55.9	56.9	55.9	53.7	52.2	51.8
Frankreich	52.5	53.3	53.5	52.5	51.2	50.8
Spanien	53.4	52.9	53.0	51.4	51.8	52.6
Italien	53.3	51.5	50.1	50.0	49.2	48.6
China	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0
	Jun. 18	Jul. 18	Aug. 18	Sep. 18	Okt. 18	Nov. 18

Einkaufsmanager werden pessimistisch

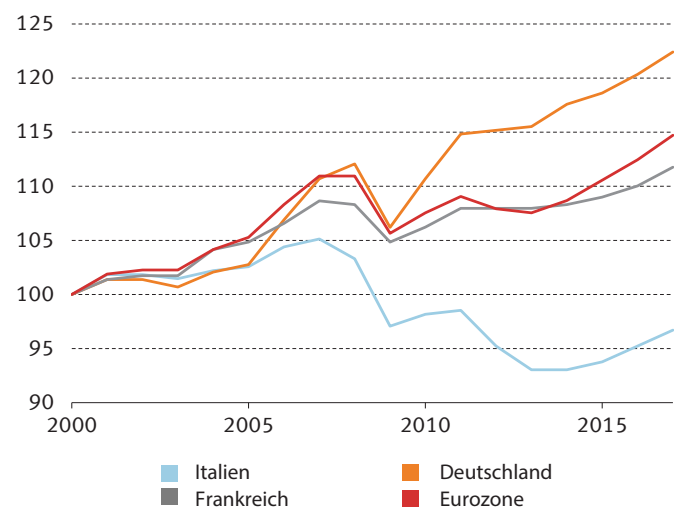
In regelmässigen Abständen, zumeist monatlich, werden in der verarbeitenden Industrie die für den Einkauf verantwortlichen Manager zu Kerngrössen befragt. Diese Kerngrössen umfassen u. a. die Entwicklung der Einkaufspreise, den Auftragseingang und dessen Bestand. Aus all diesen Grössen werden die sog. „Einkaufsmanagerindizes“ berechnet. Sie gelten als Frühindikatoren für die wirtschaftliche Entwicklung. Ist der Index über 50, signalisiert dies ein Wachstum gegenüber der Vorperiode. Neben der Höhe ist vor allem der Trend der Einkaufsmanagerindizes von Bedeutung. In der jüngeren Zeit sind einige von ihnen markant gesunken. Vor allem in Europa trübt sich die Stimmung der Einkaufsmanager merklich ein. Für Deutschland und Frankreich sind besonders starke Rückgänge zu konstatieren. In Italien fiel der Indikator gar unter die kritische Schwelle von 50.

Aktualität: Stagnierendes Wirtschaftswachstum in Italien

Aktualität 1:

Quelle: Eurostat

Indexiertes reales Bruttoinlandsprodukt pro Kopf



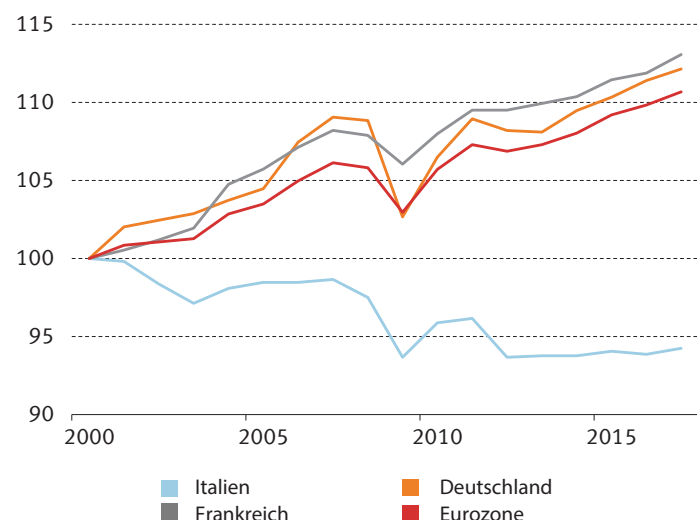
Die Tiefe des italienischen Problems

Die neue Regierung Italiens sieht sich mit einer kränklichen italienischen Wirtschaft konfrontiert. Das Wachstum ist zum Stillstand gekommen und die Wirtschaftsleistung befindet sich weiterhin 5% unterhalb des Niveaus vor der Finanzkrise 2008. Zusammen mit Griechenland ist Italien das einzige Land, welches sich in den vergangenen 10 Jahren nicht erholen konnte. Doch die Probleme gehen noch tiefer: Das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf ist heute inflationsbereinigt sogar geringer als im Jahr 2000. Es gibt diverse Gründe, weshalb sich die italienische Wirtschaft nur schleichend entwickelt hat. Neben einer fehlenden industriellen Modernisierung und einem unfreundlichen Geschäftsumfeld trägt auch das verbesserungsbedürftige Bildungssystem massgeblich zu dieser Entwicklung bei.

Aktualität 2:

Quelle: Eurostat

Indexierte reale Arbeitsproduktivität pro Kopf



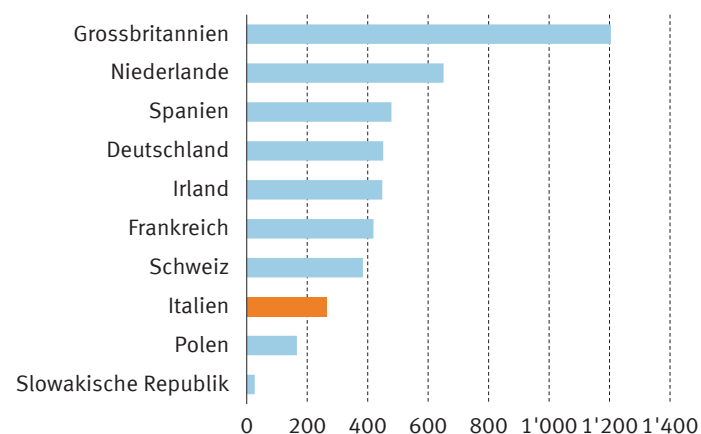
Fehlende industrielle Modernisierung

Italiens Wirtschaft ist stark abhängig von Familienunternehmen, welche typischerweise kleiner und weniger produktiv sind. Viele dieser Unternehmen investieren nicht in Forschung und Entwicklung und es fehlen ihnen die nötigen Managementfähigkeiten sowie das Personal um global wettbewerbsfähig zu sein. Das Personalproblem ist nicht zuletzt auf das stark zentralisierte und gewerkschaftlich organisierte Bildungssystem zurückzuführen. Gemäss der jüngsten PISA Studie liegen die schulischen Leistungen der italienischen Schüler deutlich unter dem OECD Durchschnitt. Auch haben nur 27% aller Italiener im Alter zwischen 25 und 34 Jahren einen Hochschulabschluss, während der OECD Durchschnitt rund 45% beträgt. Diese strukturellen Probleme wirken sich negativ auf die Arbeitsproduktivität aus.

Aktualität 3:

Quelle: OECD

Ausländische Direktinvestitionen in Mrd. USD



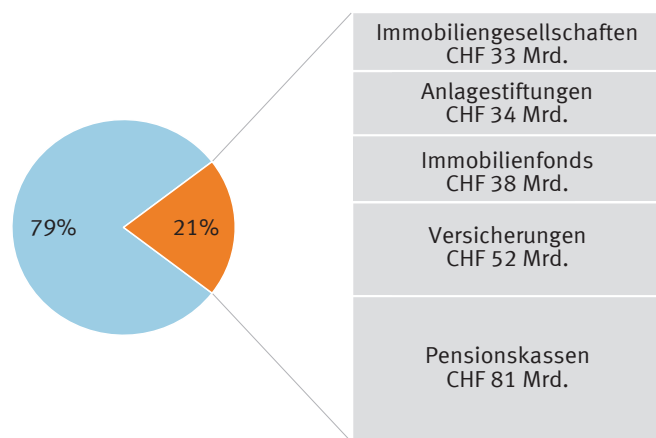
Unfreundliches Geschäftsumfeld

Bei den meisten Messungen der Regierungseffizienz und der Zufriedenheit mit öffentlichen Dienstleistungen schneidet Italien schlecht ab. Einerseits dauert es wegen der dürftigen Zivilgerichtsbarkeit in Italien weitaus länger als in anderen entwickelten Ländern, bis Zivil- und Strafverfahren abgeschlossen sind. Andererseits mangelt es an Effizienz bei der bürokratischen Abwicklung von Insolvenzen, der Zahlung von Steuern und der Erteilung von Baugenehmigungen. Die ineffiziente öffentliche Verwaltung birgt zusätzliche Kosten für die Unternehmen und hemmt Investitionen und Wachstum. Aufgrund dieses unfreundlichen Geschäftsumfelds erhielt Italien seit 2005 deutlich weniger ausländische Direktinvestitionen als Spanien, obwohl seine Volkswirtschaft grösser ist.

Wissen & Erfahrung: Schweizer Immobilien - Eine Anlageklasse für Ihr Portfolio

Wissen & Erfahrung 1:

Quelle: Wüst & Partner

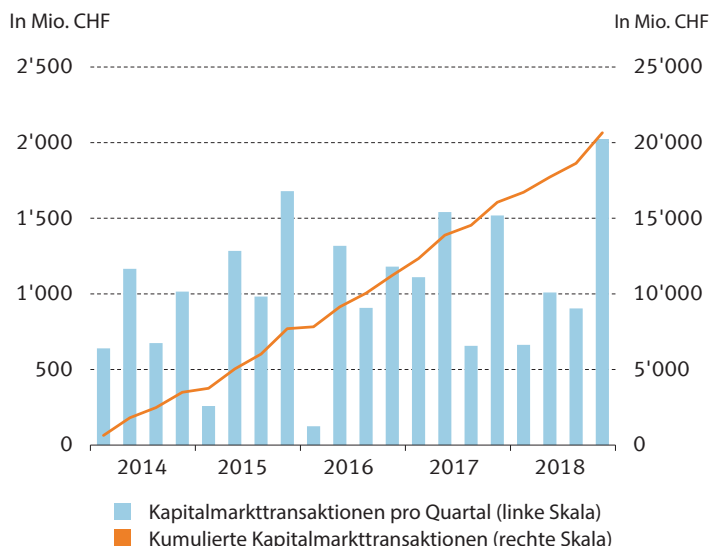


Die Zusammensetzung des CH-Immobilienmarktes

Der Schweizer Immobilienmarkt besitzt ein Volumen von 1'141 Mrd. CHF. Von diesen sind 79% in Privatbesitz oder werden von Private Equity Gesellschaften und Genossenschaften gehalten. Die übrigen 21% können institutionelle Anleger ihr Eigen nennen. Der Löwenanteil dieser 21% ist im Besitz von Pensionskassen und Versicherungen. Das für einen Privatanleger verfügbare Anlageuniversum beschränkt sich auf Immobilienfonds und Immobilienunternehmen. Hiervon sind etwa CHF 60 Mrd. an einer Schweizer Börse kotiert. Allerdings ist die Liquidität dieser Anlageklasse vergleichsweise gering. Dafür sind das attraktive Rendite-Risiko-Verhältnis und ggf. steuerfreie Ausschüttungen Argumente, weshalb Immobilien als Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios gelten.

Wissen & Erfahrung 2:

Quelle: BJSS-RE HUB

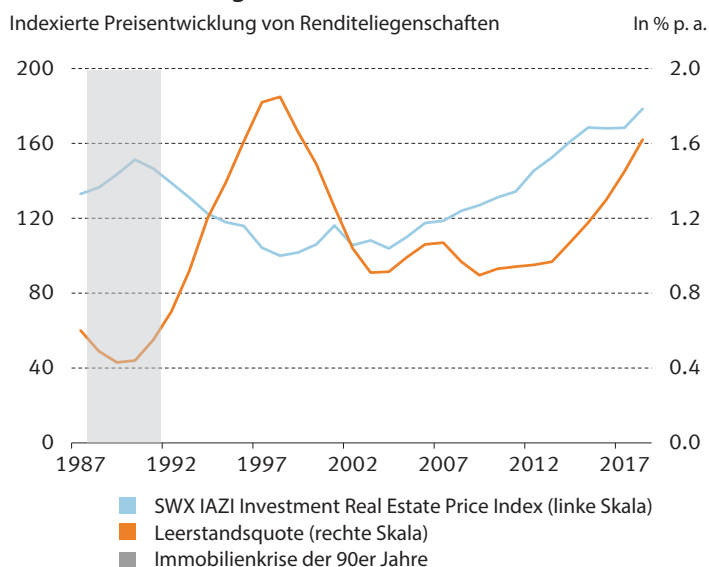


Zunehmende Transaktionen bei Immobilienfonds

Im Zuge der gestiegenen Nachfrage nach Immobilien war vor allem in den letzten Jahren ein Anstieg von Kapitalaufnahmen und Neugründungen indirekter Immobilienanlagen zu beobachten. Im Segment der Immobilienfonds waren es vermehrt Versicherungen, welche ihre direkt gehaltenen Immobilien in Fonds übertrugen. Das hohe Emissionsvolumen Ende 2018 ist mitunter ein Grund für die kürzlich wahrgenommene, verhaltene Performance dieser Anlagekategorie. Trotz stabiler Nachfrage führt ein markanter Anstieg des Angebots von Immobilienfonds zu temporären Kursrückschlägen. In Anbetracht der relativen Grösse dieses Segments zum Schweizer Immobilienmarkt ist die jüngste Preisentwicklung allerdings nicht überzubewerten.

Wissen & Erfahrung 3:

Quellen: Bundesamt für Statistik, IAZI AG



Steigende Leerstände als Indiz einer Immobilienblase?

Das stark wachsende Angebot an Immobilien führte seit 2009 zu einem Anstieg leerstehender Mietwohnungen. Gleichzeitig sanken die Zinsen, wodurch die Preise für Renditeliegenschaften auf ein historisch hohes Niveau kletterten. Sowohl die Leerstandsziffer von 1.6% als auch der Preisanstieg von 34% über die vergangenen 30 Jahre scheinen aber nicht besorgniserregend. Mit einem Anteil von knapp 9% liegen Bauinvestitionen relativ zum BIP heute in einem deutlich tieferen Bereich als zu Beginn der Immobilienkrise in den 1990er Jahren (12%). Damals waren nicht die Leerstände sondern vielmehr eine Inflationsrate von 5% die Ursache für das Platzen der Immobilienblase. Um die Inflationsrate in Schach zu halten, musste die SNB die Zinsen von 3.5% auf 7% anheben, was zu einem Rückgang der Immobilienpreise führte.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkurschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG veröffentlicht den Kompass vier Mal pro Jahr. Die Publikation richtet sich an Kunden der Bank und Interessierte. Sie stellt auszugsweise dar, mit welchem Instrumentarium und mit welcher Methodologie die Bank das Geschehen rund um die Finanzmärkte verfolgt. Der Kompass leistet Orientierungshilfe, kann aber den individuellen Portfoliokontext nicht berücksichtigen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Kontakt: Dr. Uwe Heller, CFA

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch