

# Internationales und monetäres Umfeld

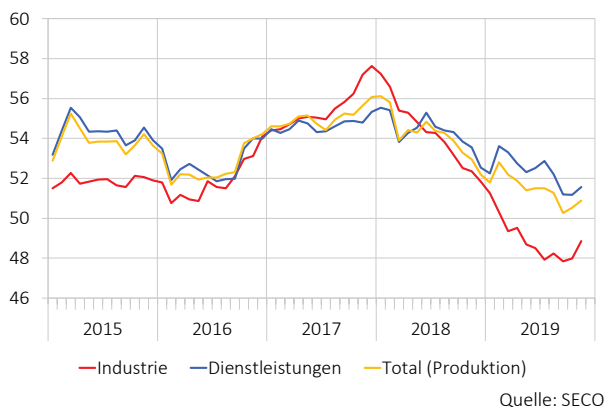
## Weltwirtschaft

Auch im 3. Quartal 2019 stellte sich die internationale Konjunktur zweigeteilt dar. Einerseits setzte sich die Schwäche des Welthandels fort und, damit verbunden, jene des Industriesektors. Das wirkt sich insbesondere auf Länder mit einer stark industriellen und exportorientierten Wirtschaftsstruktur aus wie etwa Deutschland. Andererseits trugen vor dem Hintergrund der verbreitet sehr guten Lage an den Arbeitsmärkten die binnenwirtschaftlichen Kräfte in vielen Ländern zu einer Stabilisierung der Konjunktur bei. Bislang hat sich die Schwäche der Industrie nur begrenzt auf den Dienstleistungssektor übertragen. So haben sich die Einkaufsmanagerindizes (PMI) zuletzt in beiden Sektoren stabilisiert, im Falle der Dienstleistungen oberhalb der Wachstumsschwelle (Abbildung 38).

Regional besteht ebenfalls eine gewisse Heterogenität: Während die USA im 3. Quartal erneut solide wachsen konnten, fiel das Wachstumstempo im Euroraum wie im Vorquartal schwach aus. Immerhin konnte der für die Schweiz wichtige Handelspartner Deutschland knapp einer technischen Rezession entgehen. Dennoch gibt es Anzeichen, dass die bislang erwartete Konjunkturerholung in Deutschland und in Europa später eintreffen und zögerlicher ausfallen könnte als zunächst gedacht. Dies hätte auch Auswirkungen auf die Schweizer Konjunktur.

**Abbildung 38: PMI international aus Sicht der Schweiz**

Exportgewichtet, saisonbereinigt, Wachstumsschwelle = 50



## Euroraum

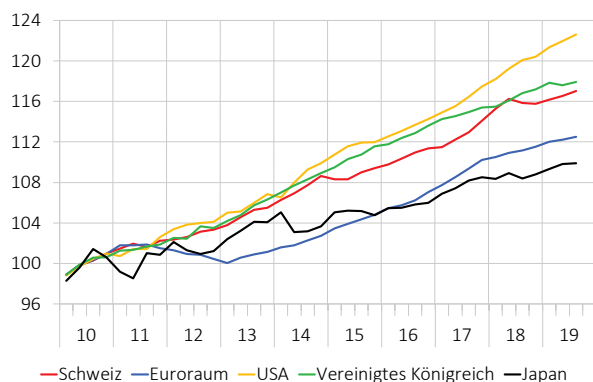
Im 3. Quartal wuchs das BIP des Euroraums um unterdurchschnittliche 0,2 %, getragen insbesondere durch die Konsumausgaben, die das stärkste Wachstum seit zwei Jahren verzeichneten (Abbildung 39, Abbildung 40). Die Haushalte profitieren von der guten

### Euroraum wächst dank Binnennachfrage

Lage am Arbeitsmarkt. Die Erwerbslosigkeit verharrt seit einigen Monaten auf historisch sehr tiefen Niveaus (Abbildung 41): Im Oktober kam sie mit 7,5 % nur knapp über den Tiefstständen vor der Finanz- und Wirtschaftskrise zu liegen.

**Abbildung 39: BIP international**

Real, saisonbereinigt, Jahresmittel 2010 = 100

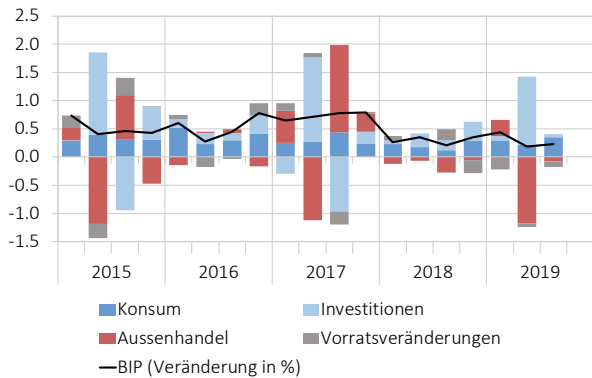


Quellen: SECO, Eurostat, U.S. BEA, U.K. ONS, CaO Japan

Demgegenüber lastet die global schwache Nachfrage nach Investitionsgütern weiterhin auf dem europäischen Industriesektor und auf den Exporten – der Aussenbeitrag fiel im 3. Quartal erneut negativ aus. Die schwache Entwicklung des Aussenhandels bremste insbesondere die exportorientierte deutsche Industrie. Dementsprechend wuchs das BIP **Deutschlands** im 3. Quartal mit +0,1 % kaum, nachdem es im Vorquartal um 0,2 % gesunken war. Immerhin entging die deutsche Wirtschaft aber der technischen Rezession, die teilweise befürchtet worden war. Wie im Euroraum insgesamt trug vor allem der Konsum zum Wachstum bei, begünstigt durch die gute Lage am Arbeitsmarkt sowie die gestiegenen Reallöhne.

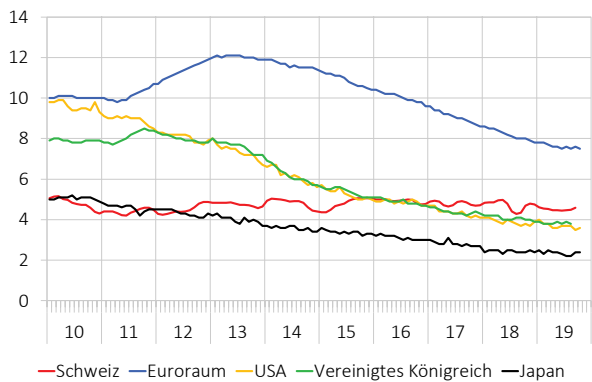
### Abbildung 40: BIP und Nachfragekomponenten, Euroraum

Real, saisonbereinigt, gegenüber dem Vorquartal, Beiträge der Komponenten in Prozentpunkten



### Abbildung 41: Erwerbslosigkeit international

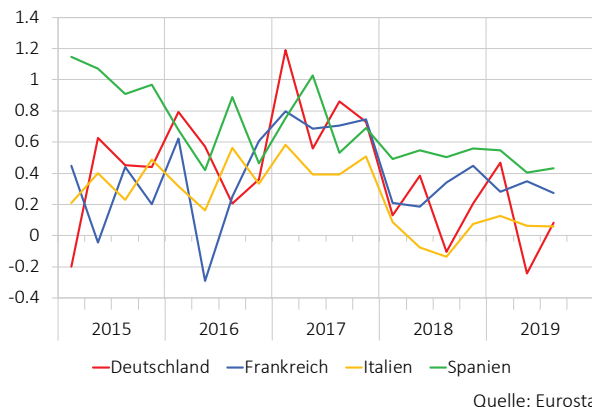
Quote gemäss ILO, saisonbereinigt, in %



Eine gewisse Heterogenität zwischen den Euroländern besteht weiterhin (Abbildung 42): **Spanien** blieb im 3. Quartal mit einem Wachstum von 0,4 % Spitzenreiter unter den vier grössten Euroländern. **Frankreich** und **Italien** konnten mit Wachstumsraten von 0,3 % respektive 0,1 % das jeweilige Tempo der Vorquartale praktisch beibehalten.

### Abbildung 42: BIP, ausgewählte Euroländer

Real, saisonbereinigt, Veränderung zum Vorquartal in %



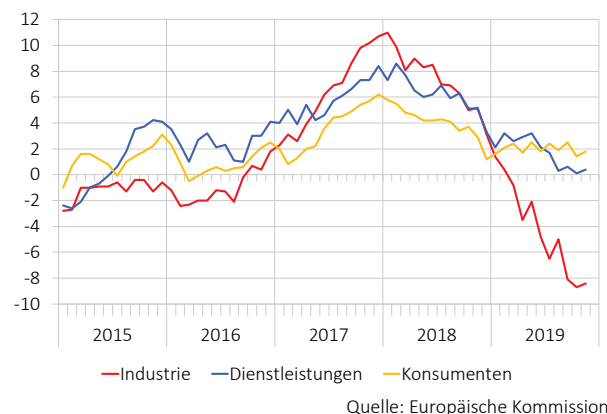
Die Lage am Arbeitsmarkt präsentiert sich nicht nur in Deutschland günstig. Die Erwerbslosigkeit befindet sich in den grössten Euroländern gesamthaft auf historisch sehr tiefen Niveaus und scheint in den meisten Ländern allmählich die Talsohle erreicht zu haben. Aktuell gibt es noch wenig Anzeichen einer Wende hin zu steigenden Erwerbslosenzahlen. Falls sich die Schwäche des Industriesektors doch verstärkt auf den Dienstleistungssektor übertragen sollte, dürfte sich dies jedoch auch am Arbeitsmarkt verstärkt bemerkbar machen.

In den Stimmungsumfragen für den Euroraum widerspiegelt sich die Divergenz zwischen der besonders schwachen Industrie und einer nach wie vor stützenden Binnennachfrage (Abbildung 43). Die Stimmung in der Industrie bleibt deutlich unterdurchschnittlich, sie hat sich seit September jedoch im Wesentlichen stabilisiert. Das Konsumentenvertrauen entwickelt sich seit Anfang Jahr seitwärts, und die Stimmung im Dienstleistungssektor bewegt sich seit August nur knapp über dem langjährigen Durchschnitt. Insgesamt signalisieren die Frühindikatoren damit eine weiterhin schwache Entwicklung.

Die Expertengruppe geht davon aus, dass die Konjunkturerholung in Deutschland wie im Euroraum etwas später einsetzt als in der letzten Prognose angenommen und weniger schwungvoll verläuft. Für 2021 revidiert sie ihre Erwartungen für das BIP-Wachstum des Euroraums daher nach unten. Erst 2021 dürften sowohl Deutschland als auch der Euroraum insgesamt in etwa gemäss ihrem Potenzial wachsen.

### Abbildung 43: Wirtschaftseinschätzung, Euroraum

Subkomponenten des Economic Sentiment Indicator, Saldi, saison- und mittelwertbereinigt



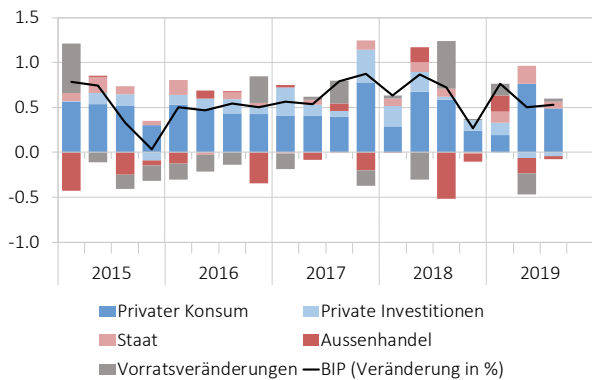
## USA

Im 3. Quartal 2019 wuchs das BIP der USA solide mit 0,5 % (Abbildung 39).<sup>23</sup> Das Wachstum war wie bereits im Vorquartal im Wesentlichen konsumgetrieben (Abbildung 44). Die positive Konsumententwicklung steht im Einklang mit den weiterhin steigenden Reallöhnen und mit der Konsumentenstimmung<sup>24</sup>, die sich seit rund zwei Jahren auf sehr hohen Niveaus bewegt. Der Aussenhandel und die privaten Investitionen trugen wiederum leicht negativ bei, was hauptsächlich auf die schwächere Entwicklung der Weltwirtschaft sowie den Handelskonflikt mit China zurückzuführen ist.

### Konsum hält Wirtschaft am Laufen

**Abbildung 44: BIP und Nachfragekomponenten, USA**

Real, saisonbereinigt, gegenüber dem Vorquartal;  
Beiträge der Komponenten in Prozentpunkten



Quelle: U.S. BEA

Im laufenden 4. Quartal dürfte sich das Wachstum gemäss diversen Nowcasts verlangsamen. Die Industrieproduktion war im Oktober stärker rückläufig, was auch auf einen Streik bei General Motors zurückzuführen war, bei dem 50 000 Arbeiter ihre Arbeit niederlegten. Auch abgesehen davon dürfte die schwache Entwicklung der Weltwirtschaft für wenige Impulse sorgen, während der Konsum die Konjunktur weiter stützen dürfte.

Der US-amerikanische Arbeitsmarkt entwickelte sich bis zuletzt positiv. Der Beschäftigungsaufbau setzte sich unverändert fort, auch wenn die Dynamik in den letzten Monaten etwas nachliess. Die Erwerbslosenquote lag im November bei tiefen 3,5 % (Abbildung 41) und damit deutlich unter der « natürlichen » Erwerbslosenquote, also derjenigen Rate, bei der das BIP dem langfristigen Potenzial entspricht.<sup>25</sup> Allerdings gibt es Anzeichen dafür, dass der Arbeitsmarkt seinen zyklischen Höhepunkt überschritten haben könnte. Die Anzahl offener Stellen ging seit Anfang 2019 zurück, befand sich im September

aber immer noch bei rund 7 Millionen und damit etwa 2 Millionen über der Anzahl Stellensuchender. Die Arbeitskräfteknappheit wirkt weiterhin lohtreibend. Dies zeigte sich auch in einem Anstieg der Kerninflation über die letzten Monate; im Oktober lag sie bei 2,3 %.

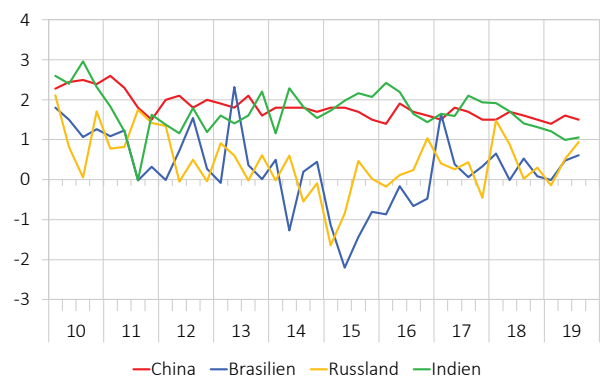
Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) sind im November sowohl für den Industrie- als auch den Dienstleistungssektor wieder leicht angestiegen und deuten damit auf eine solide Entwicklung hin. Dazu trägt auch die weiter gelockerte Geldpolitik bei (s. auch S. 25). Die Expertengruppe belässt ihre Annahmen für die BIP-Entwicklung 2020 unverändert und erwartet auch für 2021 ein robustes Wachstum der US-amerikanischen Volkswirtschaft nahe dem Potenzial. Allerdings bleibt vorerst offen, ob demnächst eine erste Übereinkunft mit China im Handelsstreit geschlossen werden kann oder weitere Zollerhöhungen auf beiden Seiten folgen. Dass die USA der Demokratiebewegung in Hongkong beistehen, fügt den Verhandlungen eine weitere politische Komponente hinzu.

## China

Die chinesische Wirtschaft wuchs im 3. Quartal 2019 saisonbereinigt um 1,5 % gegenüber dem Vorquartal. Dies entspricht im Wesentlichen den Erwartungen (Abbildung 45).

**Abbildung 45: BIP, Bric-Staaten**

Real, saisonbereinigt, Veränderung zum Vorquartal in %



Quellen: NBS China, IBGE, Rosstat (Saisonbereinigung: SECO), MoS&PI

Das verarbeitende Gewerbe entwickelte sich über mehrere Quartale nur schleppend. Hier materialisieren sich die negativen Folgen des anhaltenden Handelsdisputs mit den USA und der schwächeren globalen Nachfrage. Entsprechend wuchsen die Ausfuhren von Gütern seit Beginn des Jahres kaum (Abbildung 46). Besonders jene in die USA gehen im Vorjahresvergleich seit Anfang 2019

<sup>23</sup> Ohne gegenteilige Anmerkung werden im Folgenden die Wachstumsraten gegenüber dem Vorquartal der realen, saisonbereinigten volkswirtschaftlichen Aggregate kommentiert sowie saisonbereinigte Arbeitsmarktdaten.

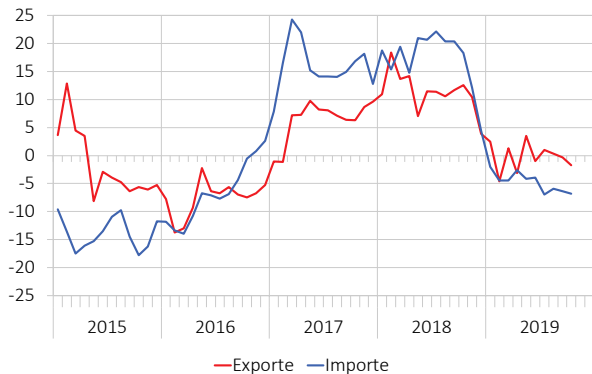
<sup>24</sup> Gemessen an den Indizes des CBO: <https://www.conference-board.org/data/consumerconfidence.cfm>; und der University of Michigan: <http://www.sca.isr.umich.edu/>.

<sup>25</sup> Nach Schätzung des Congressional Budget Office lag die natürliche Erwerbslosenquote 2018 bei 4,6 %. Daten: <https://fred.stlouisfed.org/series/NROU>.

zurück. Zuletzt verzeichneten aber auch die Exporte nach Europa und in den Rest der Welt Rückgänge.

#### Abbildung 46: Chinas Warenhandel

Nominal, gleitender 3-Monats-Durchschnitt, Veränderung ggü. Vorjahresmonat, in %



Quelle: China General Administration of Customs

Auch die Binnennachfrage entwickelt sich verhalten. Dies dürfte auch eine Folge verschiedener Reformen der Zentralregierung sein. Beispielsweise wurden 2019 in 15 Grossstädten neue Emissionsstandards für Automobile erlassen, weshalb der Automobilmarkt unter Druck geraten ist. Zudem soll die wachsende Verschuldung im Land gebremst werden, was seit 2017 anscheinend auch gelungen ist. Die stärkere Regulierung in der Vergabe von Krediten hemmt aber die Immobilienbranche und den privaten Konsum. Die Importe Chinas schrumpfen dementsprechend seit Beginn des Jahres, zuletzt mit Raten von mehr als 5 % gegenüber dem Vorjahresniveau (Abbildung 46). Es sind dabei praktisch alle Weltregionen betroffen.

Stützend wirken immerhin noch Teile des tertiären Sektors. Öffentliche Dienstleistungen wie Bildung und Gesundheitsversorgung entwickeln sich positiv. Zudem hat die Regierung Massnahmen zur Belebung der Binnennachfrage in Aussicht gestellt: Geplant sind unter anderem eine weitere Ausgabenerhöhung für Infrastrukturprojekte sowie eine Senkung der Steuern und Verwaltungsgebühren bei Unternehmen. Schliesslich hat die People's Bank of China die minimalen Reserveranforderungen bei den Geschäftsbanken in diesem Jahr bereits dreimal gesenkt und die Geldmenge beachtlich ausgeweitet.

Trotz der Abfederungsmassnahmen dürfte die konjunkturelle Entwicklung Chinas auch im letzten Quartal des Jahres unter dem Handelsstreit mit den USA leiden. Die Expertengruppe belässt die Prognose für das BIP-Wachstum 2019 unverändert bei 6,1 %. Das Wachstum dürfte

sich 2020 und 2021 abermals verlangsamen und unter 6 % zu liegen kommen.

#### Weitere Länder

Im 3. Quartal wuchs das BIP des **Vereinigten Königreichs** um 0,3 %, nachdem es im Vorquartal das erste Mal in sieben Jahren eine negative Wachstumsrate verzeichnet hatte (Abbildung 39). Das Wachstum wurde getrieben durch den Dienstleistungs- und den Bau- sektor, während die Industrie nach dem bereits schwachen Vorquartal stagnierte. Der Konsum wirkte stützend, auch dank der guten Lage am Arbeitsmarkt, während die Investitionen weiter zurückgingen. Insgesamt zeigt die Wirtschaft vermehrt Zeichen der Verlangsamung. Die Stimmung hat sich in den letzten Monaten weiter verschlechtert, und die Industrieproduktion hat sich abgeschwächt.

#### Weiterhin rückläufige Investitionen in UK

Der Zeitpunkt und die Modalitäten eines möglichen Brexit sind nach wie vor unklar. Einerseits bleibt abzuwarten, ob die zweite ausgehandelte Austrittsvereinbarung mit der EU Ende Januar in Kraft tritt, u. a. angesichts der für den 12. Dezember 2019 anberaumten Neuwahlen des britischen Parlaments. Andererseits wird sich weisen müssen, wie die künftigen Wirtschaftsbeziehungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich im Falle eines « Deals » aussehen werden. Vorgesehen ist eine Übergangsfrist bis Ende 2020, die um weitere zwei Jahre verlängert werden kann.

Vorläufig hält die politische Unsicherheit somit an. Die Investitionen dürften weiterhin schwach ausfallen; insbesondere ausländische Investoren könnten von grösseren Investitionen im Vereinigten Königreich absehen. Auch gibt es Anzeichen für Verlagerungen von Produktionsketten in andere Länder, so etwa im Automobilsektor. Die Expertengruppe hat ihre Erwartungen für die Entwicklung im Vereinigten Königreich für 2020 leicht nach unten angepasst. Für 2021 wird im Zuge einer allmählich nachlassenden Unsicherheit von einer leichten Beschleunigung ausgegangen. Aufgrund der offenen Entwicklung beim Brexit ist die Prognose jedoch mit starker Unsicherheit behaftet.

Im 3. Quartal 2019 wuchs **Japans Wirtschaft** um 0,4 %. Eine verhaltene Entwicklung des privaten Konsums und rückläufige Aussenhandelszahlen lasten auf der konjunkturellen Entwicklung. Die Wachstumsverlangsamung dürfte sich im letzten Quartal des Jahres sogar noch verstärken. Die am 1. Oktober vorgenommene Erhöhung der Konsumsteuer von 8 % auf 10 % dürfte sich trotz einiger Gegenmassnahmen der Regierung kurzfristig negativ auf den privaten Konsum auswirken. Zudem lastet die

schwache Entwicklung des Welthandels auf der exportorientierten japanischen Wirtschaft. Im Oktober ist die Industrieproduktion so stark zurückgegangen wie seit Anfang 2013 nicht mehr, und auch der Warenhandel ist stark rückläufig. Die Expertengruppe geht für 2020 unverändert von einem schwachen BIP-Wachstum aus. Für 2021 rechnet sie mit einer leichten Beschleunigung.

Einige grosse Schwellenländer verzeichneten im 3. Quartal 2019 eine Wachstumsbeschleunigung. In **Russland** und **Brasilien** wuchs die Wirtschaft so stark wie seit Anfang 2018 nicht mehr, und in **Indien** konnte die negative

Entwicklung der letzten Quartale gestoppt werden (Abbildung 45). Allerdings bildeten sich jüngst die Zahlen zum Aussenhandel und zur Industrieproduktion allesamt zurück, und auch die Stimmung bei Unternehmen und Konsumenten ist in den drei Ländern nur verhalten. Dies deutet auf eine holprige Entwicklung im letzten Quartal des Jahres hin. Für das Aggregat der **Bric-Länder** (Brasilien, Russland, Indien, China) haben sich die Erwartungen entsprechend verschlechtert. Für 2020 revidiert die Expertengruppe ihre Prognose nach unten, insbesondere für Indien ist die Prognose als Folge der enttäuschenden Zahlen der letzten Quartale pessimistischer.

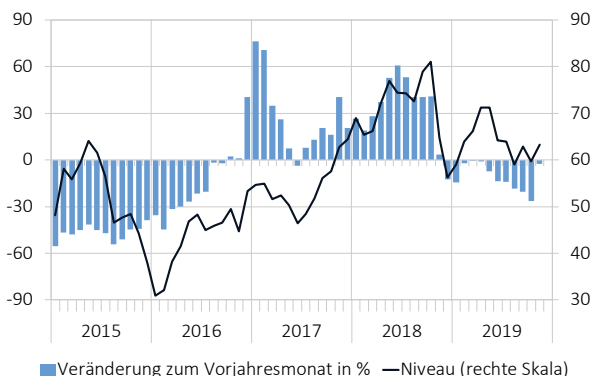
## Monetäre Entwicklung

### Preise international

Die Inflation bildete sich im Herbst global weiter zurück. Im Oktober lagen die entsprechenden Vorjahresveränderungsraten vielerorts so tief wie letztmals Ende 2016. Getrieben wurde der Rückgang der Vorjahresteuern durch den **Erdölpreis**. Die Kerninflation, die u. a. die Komponente Erdöl ausschliesst, blieb dagegen mehrheitlich stabil oder stieg seit dem Sommer sogar etwas an.

Abbildung 47: Rohölpreis

In USD, pro Barrel



Quelle: Energy Information Administration (EIA)

Ein Barrel der Erdölsorte Brent notiert zwar seit dem Spätsommer relativ stabil bei rund 62 US-Dollar. Aufgrund des markanten Preisanstiegs im Herbst des letzten Jahres rutschte die Vorjahresveränderungsrate allerdings immer weiter in den negativen Bereich und betrug im Oktober fast -30% (Abbildung 47). Entsprechend negativ war der Einfluss auf die globale Inflationsentwicklung. Bis Ende Jahr dürfte dieser Effekt wieder wegfallen.

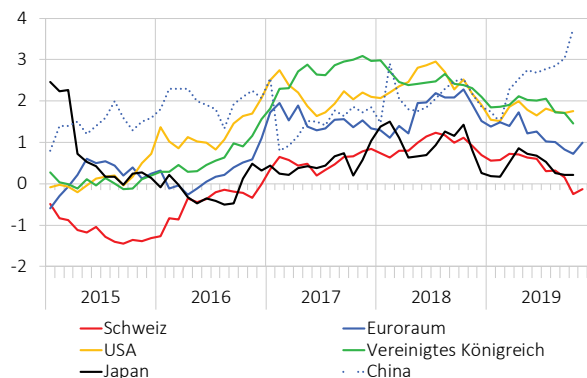
Im **Euroraum** war die Inflation bis im Oktober auf 0,7 % zurückgefallen, erhöhte sich im November aber wieder auf 1,0 % (Abbildung 48). Während die Preise für Energie nochmals in ähnlichem Ausmass negativ beitrugen wie im Oktober, stieg die Kerninflation im November spürbar auf 1,3 % an und erreichte damit den höchsten Wert seit

Oktober 2014. Vor allem höhere Preise für Dienstleistungen trugen zum Anstieg bei, was mit stärkeren Lohnsteigerungen, beispielsweise in Deutschland, zusammenhängen könnte. Trotz des jüngsten Anstiegs bleibt die Kerninflation aber vergleichsweise tief und nach wie vor deutlich unter den von der Europäischen Zentralbank anvisierten Teuerungsraten.

In Japan, im Vereinigten Königreich und der Schweiz bildete sich die Inflation bis Oktober ebenfalls zurück. Auch in diesen Ländern waren dafür v. a. die Energiepreise verantwortlich. In der Schweiz und im Vereinigten Königreich dämpfte darüber hinaus auch die Aufwertung der jeweiligen Währung die Preisentwicklung etwas; entsprechend ging in diesen Ländern auch die Kernteuerung zurück. In Japan stieg sie dagegen leicht an. Die Erhöhung der Mehrwertsteuer schlug sich in den Oktoberzahlen allerdings noch nicht nieder.

Abbildung 48: Inflation international

Gegenüber dem Vorjahresmonat, in %



Quellen: BFS, Eurostat, U.S. BLS, U.K. ONS, Statistics Japan, China NBS

In den **USA** blieb die Inflation hingegen relativ stabil. Seit Mai bewegt sie sich in einem engen Korridor zwischen 1,7 % und 1,8 %. Während auch hier die Energiepreise die Preisentwicklung dämpften, stieg die Kerninflation in den vergangenen Monaten sichtbar an, von rund 2 % im

Frühsommer auf 2,4 % im August/September. Im Oktober lag sie wieder bei 2,3 %. Neben den Preisen für Wohnen stiegen auch hier vor allem die Preise für Dienstleistungen überdurchschnittlich stark, was den weiterhin stark ausgelasteten Arbeitsmarkt und den entsprechenden Lohndruck widerspiegeln dürfte. Dagegen zeigen sich bislang noch keine Effekte der eingeführten Importzölle auf chinesische Waren, auch weil die Aufwertung des US-Dollars dem entgegenwirkt.

Entgegen dem globalen Trend stieg die Inflation in **China** trotz sinkender Energiepreise sichtbar an. Verantwortlich für den Anstieg sind die Lebensmittelpreise, da aufgrund des Ausbruchs des Afrikanischen Schweinefiebers die Preise für Schweinefleisch exponentiell in die Höhe geschossen sind. Die Kernteuerung blieb dagegen stabil bei 1,5 %.

### Geldpolitik

Die Zentralbanken wichtiger Industrieländer haben ihre Geldpolitik in den letzten Monaten entweder gelockert oder sehr expansiv belassen. Damit soll der schwächeren Konjunktur, den hohen Risiken und der unterhalb des Zielwerts liegenden Inflation entgegengewirkt werden. Bevor zusätzliche Anpassungen der Geldpolitik erfolgen, dürften die Notenbanken nun zunächst die Wirkung der getroffenen Massnahmen sowie die weitere Entwicklung der Konjunktur abwarten.

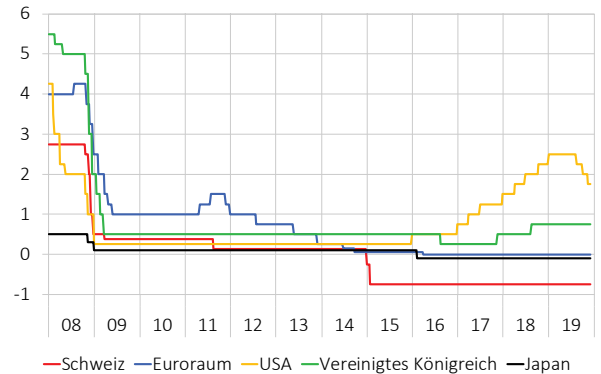
Die US-Notenbank (**Fed**) senkte den Leitzins Ende Oktober 2019 erneut um 25 Basispunkte auf ein Zielband von noch 1,5 % bis 1,75 % (Abbildung 49). Mit dieser dritten Zinssenkung innert weniger Monate wurden die Erhöhungen des Vorjahres grösstenteils wieder rückgängig gemacht. Diese Kehrtwende wird einerseits mit der schwachen Entwicklung der Weltwirtschaft und des Welthandels, andererseits mit dem gedämpften Inflationsdruck begründet. Angesichts robuster BIP-Wachstumsraten und einer Kerninflation nahe dem Zielwert mag diese Begründung erstaunen. Die Zinssenkungen stellen aber eine Absicherung gegenüber den Risiken dar, denen sich die US-Wirtschaft ausgesetzt sieht, beispielsweise im Zusammenhang mit dem Handelsstreit sowie einer Konjunkturabkühlung. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik ist im Moment jedoch nicht zu erwarten: Das Fed signalisiert, dass der aktuelle geldpolitische Kurs angemessen sei, und die Märkte schätzen die Wahrscheinlichkeit für Zinsänderungen in den nächsten Monaten als gering ein.

Die **Europäische Zentralbank** (EZB) hat im November 2019 wie angekündigt ein neues Anleihekaufprogramm im Umfang von monatlich 20 Milliarden Euro ge-

startet. Mit den Anleihekäufen und rekordtiefen Leitzinsen ist die Geldpolitik der EZB sehr expansiv ausgerichtet. Diese Politik dürfte für einen längeren Zeitraum anhalten: Die EZB will sich erst davon verabschieden, wenn sich ihre Inflationsprognose klar dem Ziel von nahe, aber unter 2 % annähert, was angesichts der hartnäckig tiefen Kerninflation noch Jahre dauern könnte.

Abbildung 49: Geldpolitische Leitzinsen

In %



Quellen: SNB, EZB, Fed, BoE, BoJ

Mit  $-0,75\%$  bleiben auch die Leitzinsen der **SNB** rekordtief. Sie wurden allerdings – anders als von einigen Marktteilnehmern erwartet – an der Lagebeurteilung im September nicht weiter gesenkt. Stattdessen dürfte die SNB weiterhin bei Bedarf am Devisenmarkt intervenieren, um den Aufwertungsdruck auf den Franken zu verringern. Angesichts der tiefen Kernteuerung und der verhaltenen Konjunkturdynamik ist davon auszugehen, dass die geldpolitische Ausrichtung noch lange sehr expansiv bleiben wird.

Im Vereinigten Königreich und in Japan bleibt die Geldpolitik unverändert. Die **Bank of England** hält den Leitzins weiterhin bei  $0,75\%$ . Sie dürfte mit Änderungen ihrer Politik zuwarten, bis mehr Klarheit über den Brexit-Verlauf und die künftigen Beziehungen mit der EU besteht. Die **Bank of Japan** behält ihren sehr expansiven Kurs bei: Die kurzfristigen Leitzinsen bleiben bei  $-0,1\%$ , für die Zinsen zehnjähriger Staatsanleihen wird ein Zielwert von « um  $0\%$  » anvisiert, und die Anleihekäufe werden fortgesetzt.

### Aktienmärkte

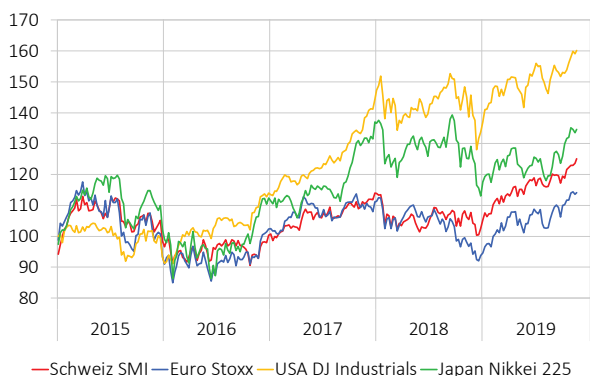
Die Aktienmärkte knüpften in den Herbstmonaten an die dynamische Entwicklung der ersten Jahreshälfte an (Abbildung 50). Gleichzeitig liess die Volatilität nach den von grosser politischer und konjunktureller Unsicherheit geprägten Sommermonaten wieder nach. Das Vertrauen an den Finanzmärkten wurde im Oktober u. a. durch die Hoffnung auf eine Entspannung im Handelsdisput zwischen China und den USA gestärkt. Stützend wirkte zudem die weitere Lockerung der US-Geldpolitik im Zuge verhaltener Konjunktursignale.

Dementsprechend erreichten die Aktienmärkte im November neue Rekordhochs. Der US-amerikanische Dow-Jones-Index ist im November erstmals über die Marke von 28 000 Punkten gestiegen. Seit Jahresbeginn ist der Index um 17 % angestiegen. Ein ähnliches Bild zeigt sich beim Schweizer SMI und dem Euro-Stoxx, welche in dieser Zeitspanne um rund 20 % avancierten.

**Aktienkurse gehen von Hoch zu Hoch**

**Abbildung 50: Aktienmärkte**

Mittelwert Januar 2015 = 100



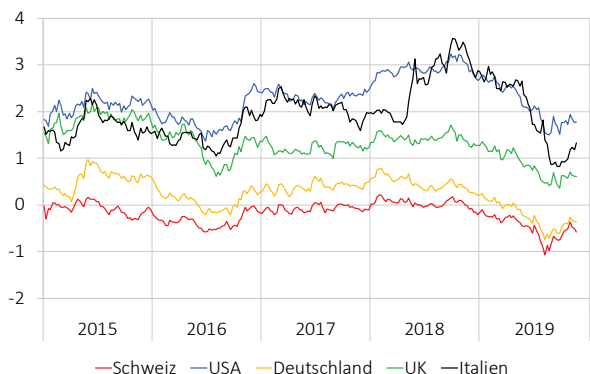
Quellen: SWX, STOXX, Dow Jones, Nikkei Inc.

**Kapitalmärkte**

Die Abnahme der Verunsicherung prägte zum Jahresende 2019 auch die Entwicklung der Anleihenmärkte. Während Aktien an Attraktivität gewannen, wurden sichere Anleihen weniger stark nachgefragt. Dementsprechend verzeichneten die Renditen auf Staatsanleihen vielerorts einen Anstieg, dies jedoch weiterhin auf einem Niveau nahe ihren historischen Tiefständen (Abbildung 51).

**Abbildung 51: Renditen für 10-jährige Staatsanleihen**

In %



Quelle: Macrobond Financial AB

In Deutschland und der Schweiz befand sich im November beinahe die gesamte Zinskurve im negativen Bereich. Für Schweizer Staatspapiere mit einer Laufzeit von 30

Jahren lag der Zins Ende November bei -0,3 %. Die Rendite zehnjähriger Eidgenossen lag bei -0,6 %, in Deutschland lag die Verzinsung zehnjähriger Staatspapiere leicht darüber. In den USA führte die Leitzinssenkung dazu geführt, dass die Zinskurve nicht mehr invertiert ist. Ende November befand sich der Dreimonatszins wieder unter dem Zehnjahreszins.

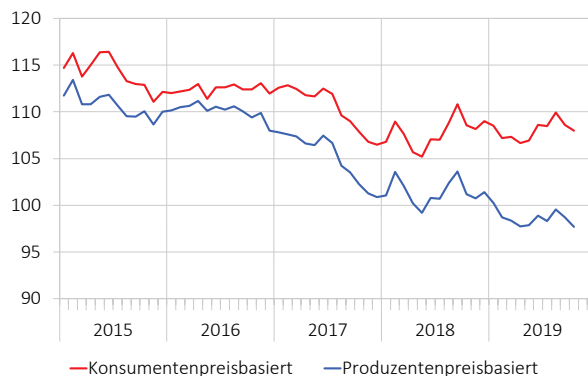
Zum Jahresende 2019 gab es kaum Anzeichen für eine baldige starke Erhöhung der Renditen auf Staatsanleihen: Die Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren wird gestützt durch die expansive Geldpolitik, tiefe Inflationserwartungen sowie die erhebliche politische Unsicherheit.

**Wechselkurse**

Nachdem der Schweizer Franken Mitte September unter die Schwelle von 1,10 Franken pro Euro gefallen war, nahm der Aufwertungsdruck im Zuge der Entspannung an den Finanzmärkten wieder etwas ab. Der Franken-Euro-Kurs pendelte sich im November bei 1,10 ein. Gegenüber dem britischen Pfund wertete sich der Franken leicht ab, sodass der Franken-Pfund-Kurs per Ende November auf dem gleichen Stand wie zu Jahresbeginn zu liegen kam. Auch gegenüber dem US-Dollar wertete sich der Schweizer Franken im November leicht ab.

**Abbildung 52: Reale Wechselkursindizes**

Handelsgewichtet, langfristiger Durchschnitt = 100



Quelle: SNB

Die nominale Abwertung des Frankens zeigt sich auch im realen, handelsgewichteten Wechselkurs. Sowohl gemessen an den Konsumentenpreisen (LIK) als auch an den Produzentenpreisen (PPI) beträgt die Abwertung zwischen August und Oktober knapp 2 %. Der am LIK gemessene Index bewegt sich seit gut zwei Jahren seitwärts und liegt nach wie vor 8 % über dem langfristigen Mittel. Hingegen weist der PPI-basierte Index, welcher für die Unternehmen von grösserer Bedeutung sein dürfte, eine Abwärtstendenz auf und liegt seit Beginn des Jahres leicht unter dem historischen Durchschnitt (Abbildung 52).