

Marktbericht 2. Quartal 2019

Stillstand der geldpolitischen Normalisierung



Marktbericht 2. Quartal 2019

Stillstand der geldpolitischen Normalisierung

Ausblick

- › Die globale Konjunkturabkühlung setzt sich fort, aber eine Stabilisierung ist in den nächsten sechs Monaten zu erwarten
- › Der US-Anleihenmarkt signalisiert erhöhte Rezessionsgefahr

Implikationen

- › Im Jahr 2019 sind keine Leitzinserhöhungen in den USA, der Schweiz und im Euroraum zu erwarten
- › Aktienmärkte profitieren vom Stopp der geldpolitischen Normalisierung

Risiken

- › Politische Risiken stehen im Vordergrund
- › Zentralbanken in den USA und Europa haben wenig Spielraum, einer möglichen Rezession entgegenzuwirken

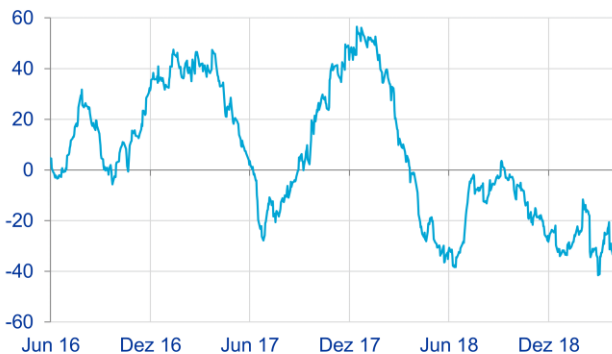
Globale Konjunktur

Die Verlangsamung der Weltwirtschaftsdynamik zeigt sich vermehrt in enttäuschenden Daten. Auch die Aussichten bleiben eingetrübt, denn vorlaufende Indikatoren zeigen noch keine klare Trendwende.

Grafik 1

Enttäuschende Konjunkturdaten seit März 2018

Citigroup-Überraschungsindex für G10-Länder
> 0 = Konjunkturdaten liegen unter den Erwartungen, < 0 = Konjunkturdaten liegen über den Erwartungen



Quelle: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 26.03.2019

Der globale Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie und den Dienstleistungssektor erholte sich zwar im Februar leicht, aber die ersten Schätzungen für März deuten auf eine weitere Verschlechterung hin. Besonders für die Industrie scheint die Talfahrt noch nicht beendet zu sein. Der PMI für die Industrie im Euroraum ist im März gemäss der ersten Schätzung auf ein Sechsjahrestief gefallen. Auch in China ist seit Monaten eine Verlangsamung im verarbeitenden Gewerbe erkennbar. In den USA lässt die Dynamik zwar auch nach, aber im Gegensatz zu China und Europa liegt der Einkaufsmanagerindex für die USA nach wie vor über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

Angesichts der enttäuschenden Daten wurden seit Mitte 2018 die Wirtschaftswachstumsprognosen

kontinuierlich nach unten revidiert. Die Konsens-Prognose von Bloomberg für das globale BIP-Wachstum im Jahr 2019 lag vor neun Monaten noch bei 3,70%. Aktuell wird noch von einem Wachstum von 3,40% ausgegangen.

Vorausgesetzt, dass sich Risiken wie beispielsweise ein ungeordneter Brexit oder eine Eskalation des Handelsstreits nicht materialisieren, erwarten wir eine Stabilisierung der globalen Wirtschaftsentwicklung in den nächsten sechs Monaten.

Für die **USA** ist im ersten Quartal unter anderem aufgrund des Shutdowns, der bis am 25. Januar anhielt, mit einem verhaltenen BIP-Wachstum zu rechnen. Das Congressional Budget Office **schätzt**, dass der Shutdown die annualisierte BIP-Wachstumsrate im ersten Quartal um 0,4 Prozentpunkte reduziert hat. Dieser Effekt dürfte grösstenteils in den folgenden Quartalen kompensiert werden. Das Wachstum für das laufende Jahr dürfte daher nach wie vor solide ausfallen, wenn auch etwas tiefer als im Vorjahr. Die gute Verfassung des Arbeitsmarkts stützt den Konsum, im Gegenzug wird aber die expansive Wirkung der Steuerreform auslaufen.

Im **Euroraum** belasten Unsicherheiten wie der Brexit und der globale Handelskonflikt die Stimmung und dadurch auch die konjunkturelle Dynamik. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich diese Unsicherheiten in den kommenden Monaten legen werden. In Frankreich hat sich das Geschäftsklima bereits wieder aufgehellt. Die akkommodierende Geldpolitik dürfte zudem die Binnennachfrage unterstützen.

Für die **Schweiz** signalisiert das KOF-Konjunkturbarometer klar unterdurchschnittliches Wachstum. Vor allem der Aussenhandel leidet unter der globalen Konjunkturabkühlung.

In **China** ist dank der fiskalischen Massnahmen der Regierung von einer Stabilisierung der Wachstumsverlangsamung auszugehen.

Risiken für die Weltwirtschaft bestehen jedoch weiterhin. Die Handelsgespräche zwischen China und den USA gilt es eng zu beobachten. Der Marktkonsens ist, dass eine baldige Lösung gefunden wird. Vor dem Hintergrund der Wachstumsverlangsamung in China würde eine Eskalation des Disputs daher erneute Marktturbulenzen auslösen. In Europa ist derzeit der Brexit die grösste Unsicherheitsquelle. Mit dem Stillstand bei der geldpolitischen Normalisierung in den USA und der EU hat sich aber zumindest ein Belastungsfaktor für die Märkte im letzten Monat entschärft.

Zinsen: Die expansive Geldpolitik kehrt zurück

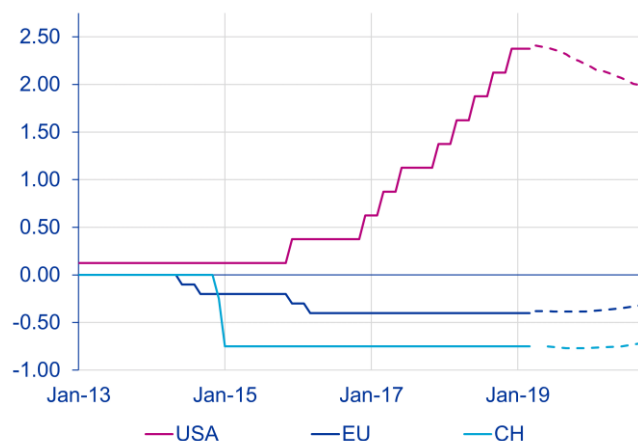
Rückblick: Nachdem die Langfristzinsen in einem von Risikoaversion geprägten Umfeld bis Anfang 2019 auf Mehrjahrestiefststände gesunken waren, folgte bis Anfang März eine Seitwärtsbewegung. Anschliessend führten schwächere Konjunkturdaten, extrem «do-vishe» Äusserungen der Notenbanken und die Wirren um den Brexit zu einem weiteren Zinsrückgang. So sank die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in den USA im März um weitere 32 Basispunkte auf 2,39% und lag zeitweise sogar unter dem Geldmarktsatz von 2,375%. In Deutschland und der Schweiz sanken die Zehnjahresrenditen ausgehend von Mehrjahrestiefständen nochmals deutlich auf -0,07% beziehungsweise -0,39%. Damit liegt das Zinsniveau aktuell nur noch knapp über dem Allzeittief von Mitte 2016.

In diesem Umfeld würde man typischerweise davon ausgehen, dass sich die Kreditaufschläge von Unternehmensanleihen ausweiten. Doch aktuell ist insbesondere in den USA das Gegenteil der Fall. Hier haben sich die BBB-Spreads seit Anfang des Jahres um knapp 40 Basispunkte eingeeengt. Dies ist auf die verzweifelte Suche nach Rendite seitens der Investoren zurückzuführen. Im Gegensatz dazu führen die Negativzinsen in der Schweiz teilweise zu einem leichten Anstieg der Kreditaufschläge. Dies, weil Investoren nicht bereit sind, negativ rentierende Unternehmensanleihen zu kaufen: Um den Zinsrückgang zu kompensieren, müssen die Spreads solange steigen, bis sich in der Summe mindestens eine Nullrendite ergibt.

Ausblick: Die US-Notenbank signalisierte, dass sie den Leitzins im Jahr 2019 aller Voraussicht nach nicht mehr anheben wird. Die Finanzmarktteilnehmer gehen derzeit aber sogar davon aus, dass es im laufenden Jahr zu einer Leitzinssenkung kommen wird. Zudem wurde angekündigt, die Verkleinerung der Notenbankbilanz ab September zu stoppen.

Grafik 2

Entwicklung Leitzinsen



Quelle: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 02.04.2019

Die Europäische Zentralbank gab die dritte Runde des sogenannten «TLTRO-Programms» bekannt. EU-Banken werden also weiterhin günstige Kredite über die Zentralbank beziehen können. Zusätzlich wird derzeit diskutiert, ob der negative Einlagensatz gestaffelt werden soll, um dessen schädliche Auswirkungen auf den europäischen Bankensektor zu mildern.

Die SNB hat ihre Inflationsprognose gesenkt. Zudem erachtet sie den Schweizer Franken weiterhin als hoch bewertet. In Kombination mit der vorsichtigen EZB scheint ein geldpolitischer Normalisierungskurs daher in weiter Ferne.

Sollte es sich bei den schwachen Wirtschaftszahlen nicht um die Vorboten einer Rezession, sondern lediglich um eine Wachstumsdelle handeln, dann ist das aktuelle Zinsniveau deutlich zu tief. In diesem Fall ist eine Gegenbewegung bei den Langfristzinsen wahrscheinlich. Die Kreditaufschläge dürften wegen der Jagd nach Rendite kurzfristig auf den aktuell tiefen Niveaus verharren. Mittelfristig scheint sich der Markt aber zu stark auf die Hilfe der Notenbanken zu verlassen. Denn auch bei einer Wachstumsdelle dürften zyklische Unternehmen im tieferen Bonitätssegment Schwierigkeiten haben, ihre Schuldenlast zu reduzieren. Auf dem aktuellen Niveau entschädigen die Spreads unseres Erachtens nicht ausreichend für dieses Risiko.

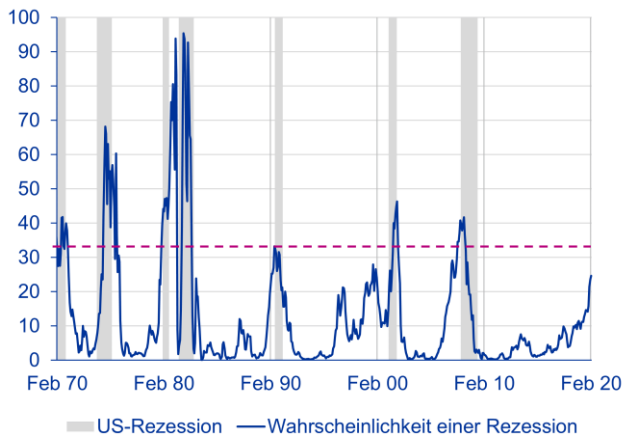
Fokus: Inverse Zinskurve

Erstmals seit der Finanzkrise fiel Ende März der Zins für zehnjährige US-Staatsanleihen unter jenen für dreimonatige Geldmarktpapiere. Dies wird oftmals als Rezessionssignal interpretiert, denn vor jeder Rezession in den USA kam es zu einer solchen Inversion der Zinskurve. Jedoch nicht nach jeder Inversion folgte auch eine Rezession. Nichtsdestotrotz eignet sich die Zinsdifferenz zwischen zehnjährigen US-Staatsanleihen und dreimonatigen Geldmarktpapieren gut als Faktor für die Schätzung der Rezessionswahrscheinlichkeit (siehe Grafik 3). Aktuell liegt die Wahrscheinlichkeit bei

ca. 24% für eine Rezession in den USA im Jahr 2020. In der Vergangenheit kam es erst bei einer Wahrscheinlichkeit von über 30% zu einer Rezession.

Grafik 3

Steigende Rezessionsgefahr



Quelle: Baloise Asset Management, Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg Finance L.P., per 27.03.2019

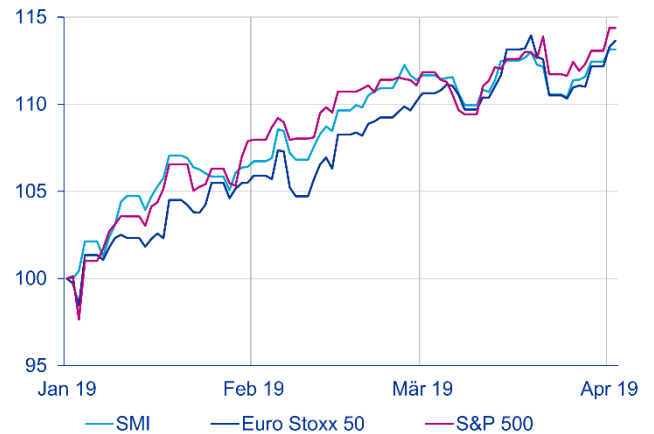
Im Gegensatz zu den Zentralbanken in Europa oder Japan konnte die Fed in den letzten Jahren die Zinsen deutlich erhöhen. Aber auch für die Fed wäre der Spielraum für eine Zinslockerung, käme es zu einer Rezession im nächsten Jahr, eng. Seit den 70er-Jahren hat die Fed in einer Lockerungsphase den Leitzins im Durchschnitt um 615 Basispunkte gesenkt. Aktuell wären nur 250 Basispunkte möglich bevor die Fed an die Nullgrenze stösst. Es müsste daher wieder auf Anleihekäufe ausgewichen oder die Einführung von Negativzinsen in Betracht gezogen werden.

Aktien: Der Fed sei Dank

Rückblick Q1: Nach den starken Kursrückgängen Ende 2018, setzte im Januar, getragen von der amerikanischen Geldpolitik und der Entschärfung der US-Handelspolitik, eine Erholung ein. Die US-Notenbank, welche im Dezember 2018 noch zwei weitere Zinserhöhungen für 2019 angedeutet hatte, beruhigte die Investorengemeinschaft im Januar, als sie eine Pause im Zinserhöhungszyklus ankündigte. Im Februar zog US-Präsident Donald Trump dann die Drohung von zusätzlichen Importzöllen auf chinesischen Gütern zurück. Im März signalisierte die Fed, dass es im laufenden Jahr keine weiteren Leitzinserhöhungen geben soll. Angesichts der enttäuschenden Konjunkturdaten aus Europa und der Inversion der US-Zinskurve kamen Ende März wieder Rezessionsängste hoch. Insgesamt konnten in den USA, im Euroraum und in der Schweiz zweistellige Kursgewinne verbucht werden. Der S&P 500 gewann an rund 14%, der Euro Stoxx 50 legte 12% zu und der SMI knapp 12%.

Grafik 4

Entwicklung Aktienmärkte

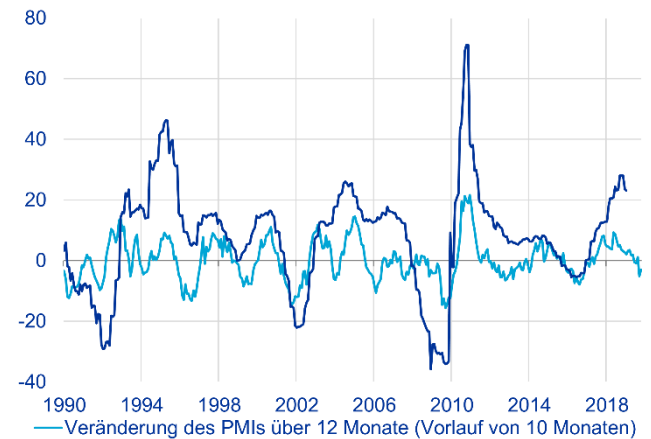


Quelle: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 29.03.2019

Ausblick: Kurz- bis mittelfristig sehen wir ein positives Umfeld für Aktien, denn mit der Pause der geldpolitischen Normalisierung in den USA und Europa bleiben Aktien weiterhin eine attraktive Renditequelle. Das Gewinnwachstum dürfte aber künftig schwächer ausfallen als in den Vorjahren. Dies liegt einerseits an der allgemeinen konjunkturellen Dynamik (siehe Grafik 5), andererseits werden steigende Löhne auf die Profitmargen drücken. Letzteres sollte vor allem in den USA der Fall sein, wo der Lohnzuwachs von 3,4% im Februar erneut die Erwartungen der Analysten übertraf. Über die nächsten zwölf Monate erwarten wir daher eine schwächere Aktienmarktentwicklung.

Grafik 5

USA: Konjunktur und Unternehmensgewinne



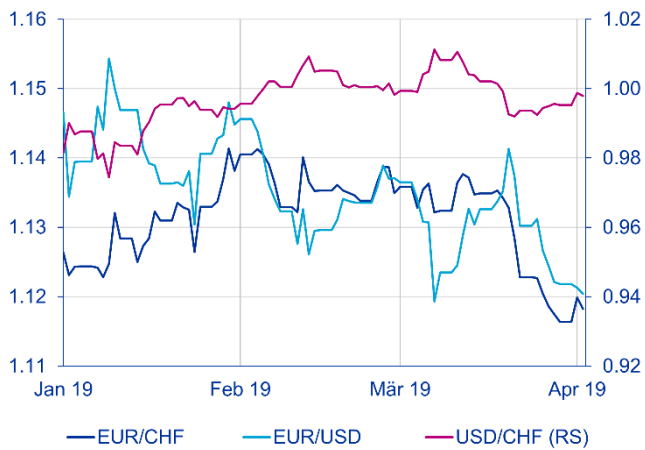
Quelle: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 27.03.2019

FX: Brexit-Deal noch eingepreist

Rückblick Q1: Der Wechselkurs des Schweizer Franken zum Euro und dem US-Dollar war relativ stabil in den ersten drei Monaten des Jahres. Der Euro wertete sich gegenüber dem Schweizer Franken um 0,8%, während der US-Dollar rund 1,3% an Wert gewann. Das britische Pfund hingegen legte um knapp 4% zu. Die Investoren scheinen somit bis anhin nicht von einem ungeordneten Brexit auszugehen.

Grafik 6

Entwicklung Währungen



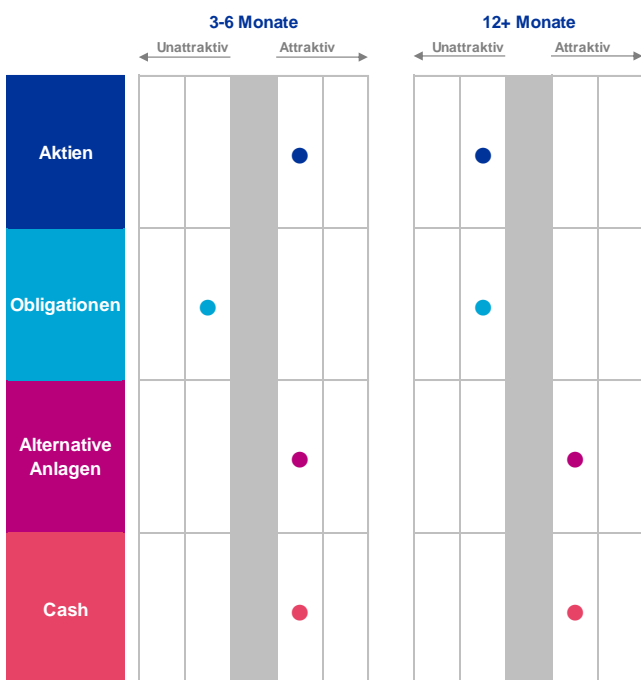
Quelle: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 02.04.2019

Ausblick: Mit der erwarteten Stabilisierung der Wirtschaftsentwicklung im Euroraum sollte sich der Euro über die nächsten zwölf Monate gegenüber dem Schweizer Franken leicht aufwerten und sich in Richtung der Marke von 1.17 bewegen, was dem fairen Wert gemäss Kaufkraftparität entspricht. Sollte es aber zu einem ungeordneten Brexit kommen, würden wir eine signifikante Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro und insbesondere gegenüber dem britischen Pfund sehen.

Die Stärke des US-Dollars war 2018 begünstigt durch die guten US-Wirtschaftsdaten und die steigende Zinsdifferenz. Da diese treibenden Kräfte in diesem Jahr nachlassen, erwarten wir über die nächsten zwölf Monate einen etwas schwächeren US-Dollar.

Positionierung

Grafik 7



Quelle: Baloise Asset Management per 25.03.2019

Quelle: Baloise Asset Management, per 25.03.2019



Marktrelevante Termine

2019

April

- › 10. April: Zinsentscheid der EZB
- › 12. April: Grossbritannien tritt aus der EU aus
- › 12. – 14. April: Frühlingstagung des Internationalen Währungsfonds

Mai

- › 30. April – 1. Mai: Zinsentscheid der Fed
- › 23. – 26. Mai: Wahlen für das Europäische Parlament

Juni

- › 6. Juni: Zinsentscheid der EZB
- › 13. Juni: Zinsentscheid der SNB
- › 18. – 19. Juni: Zinsentscheid der Fed

Legende:

Politik

Geldpolitik

Handel

Impressum

Redaktion

Melanie Rama

Senior Economist, Asset Strategy
melanie.rama@baloise.com

Hagen Fuchs

Credit Analyst, Fixed Income
hagen.fuchs@baloise.com

Dominik Schmidlin

Head of Asset Strategy
dominik.schmidlin@baloise.com

Baloise Asset Management Schweiz AG

Aeschengraben 21, 4002 Basel
www.baloise-asset-management.com

Erscheinung

4-mal pro Jahr, Redaktionsschluss: 29. März 2019

Disclaimer

Baloise Asset Management Schweiz AG übernimmt keine Gewähr für die verwendeten Kennzahlen und Performance-Angaben. Der Inhalt der Publikation beinhaltet Meinungen zur Marktentwicklung und dient ausschliesslich zu Informationszwecken und dient nicht der Anlageberatung. Insbesondere stellen die Informationen in keiner Weise ein Kaufangebot, eine Anlageempfehlung oder eine Entscheidungshilfe in rechtlichen, steuerlichen, wirtschaftlichen oder anderen Belangen dar. Es wird keine Haftung für Verluste oder entgangene Gewinne übernommen, die aus einer Nutzung der Informationen entstehen könnten.

Swiss Exchange AG («SIX Swiss Exchange») ist die Quelle des Swiss Market Index (SMI) und der darin enthaltenen Daten. SIX Swiss Exchange war in keinerlei Form an der Erstellung der in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen beteiligt. SIX Swiss Exchange übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (sowohl aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) in Bezug auf die in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen – wie unter anderem für die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung für beliebige Zwecke – sowie hinsichtlich Fehlern, Auslassungen oder Unterbrechungen im SMI oder dessen Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weitergabe der von SIX Swiss Exchange stammenden Informationen ist untersagt.