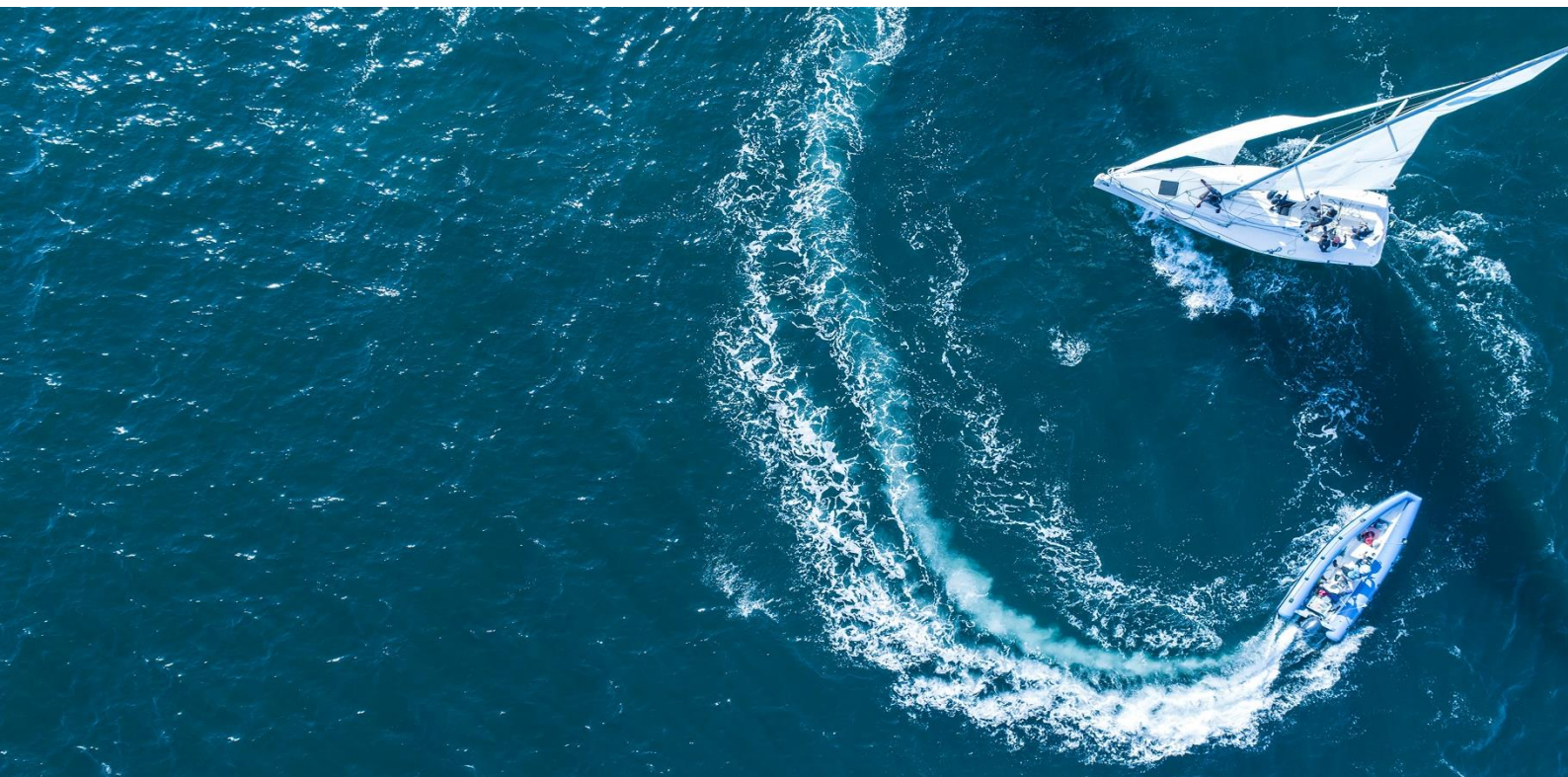


Marktbericht 3. Quartal 2019

Kurswechsel der Zentralbanken



Marktbericht 3. Quartal 2019

Kurswechsel der Zentralbanken

Ausblick

- › Die globale Wachstumsflaute hält an. Wir erwarten eine Stabilisierung in den nächsten 6 bis 12 Monaten.
- › Die Inflationsdynamik in den USA und Europa bleibt verhalten und ermöglicht den Zentralbanken eine expansivere Geldpolitik.

Implikationen

- › Leitzinssenkungen sind in den USA und im Euroraum im zweiten Halbjahr zu erwarten.
- › Im anhaltenden Tiefzinsumfeld bleiben Aktien attraktiv, die Nachhaltigkeit der jüngsten Kursavancen ist jedoch fragwürdig angesichts des abflachenden Gewinnwachstums.

Risiken

- › Eine Verschlechterung der Arbeitsmarktlage in den Industriestaaten würde deren Binnennachfrage drosseln und somit den Hauptpfeiler der aktuellen Expansion gefährden.
- › Zentralbanken in den USA und Europa können der Konjunkturertrübung entgegenwirken, verlieren aber somit wertvolle Munition für die nächste Krise.
- › Politische Unsicherheiten (Handelskrieg, Brexit-Deal etc.) sind weiterhin mögliche Auslöser für Marktturbulenzen im dritten Quartal 2019.

Weltwirtschaft: Anhaltende Schwäche

Die globale konjunkturelle Abkühlung, die wir seit Anfang Jahr beobachten, weitet sich aus. Ursache ist die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe. So fiel der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie im Mai unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten und lag im Juni so tief wie zuletzt im Oktober 2012. Am stärksten ausgeprägt ist dieser Rückgang in China, Japan, Deutschland und Grossbritannien.

In Schwellenländern wie China ist die Industrie für beinahe 30 % des Bruttoinlandprodukts (BIP) verantwortlich. In vielen anderen Ländern ist dieser Anteil hingegen deutlich kleiner. Zum Beispiel in den USA sind es lediglich rund 12 %. Viel wichtiger für die Wachstumsdynamik ist in vielen entwickelten Volkswirtschaften der Dienstleistungssektor. Dessen Entwicklung ist, dank der erfreulichen Lage an den Arbeitsmärkten vielerorts, um einiges robuster. Eine Verlangsamung ist zwar allmählich auch hier erkennbar, denn die Wachstumssorgen, gepaart mit Handelskonflikten und den gestiegenen geopolitischen Spannungen, trüben das internationale Geschäftsklima ein. In unserem Basisszenario erwarten wir im zweiten Halbjahr eine Lockerung der Geldpolitik in den grössten Volkswirtschaften, welche zu einer Stabilisierung des Weltwirtschaftswachstums führen dürfte.

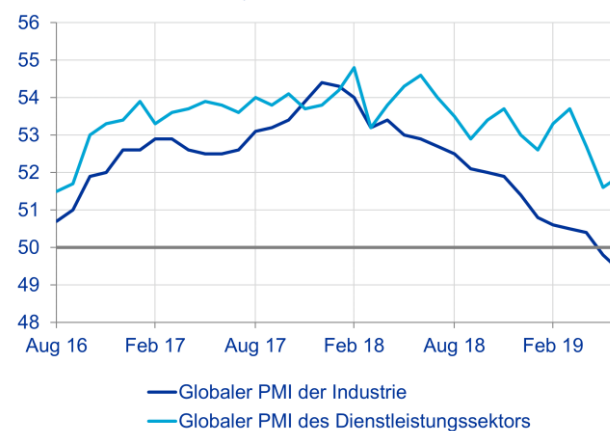
Die **USA** befinden sich aktuell in der längsten wirtschaftlichen Expansion seit dem Zweiten Weltkrieg. Die Konjunkturaussichten bleiben insgesamt günstig, wenn auch weniger dynamisch als bisher. Für das laufende Jahr wird ein BIP-Wachstum von 2,5 % erwartet. Die Inflation dürfte in den nächsten Monaten etwas anziehen, aber wird voraussichtlich bis Ende Jahr unter dem Ziel der US-Notenbank verharren.

Zusätzlich zum globalen Handelskonflikt belastet die Unsicherheit rund um den Brexit die europäische Konjunktur. Die günstigen Finanzierungsbedingungen und die robuste Entwicklung der Haushaltseinkommen dürften aber die Binnennachfrage unterstützen, was im Euroraum eine Wachstumsrate von 1,1 % erwarten lässt. Verhalten bleibt die Inflation, welche für Ende Jahr aktuell von der Europäischen Zentralbank (EZB) auf 1,2 % prognostiziert wird.

Grafik 1

Abnehmende Konjunkturdynamik

Werte über 50 = wirtschaftliche Expansion; unter 50 = wirtschaftliche Kontraktion



Quellen: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 04.07.2019

Nach einem robusten Start ins Jahr dürfte die globale Konjunkturabkühlung in den kommenden Monaten die Auslandsnachfrage und somit das **Schweizer** BIP-Wachstum drosseln. Auch im Binnenmarkt kommt es

gemäss dem KOF-Konjunkturbarometer zu einer Abschwächung. Die Aussichten für das zweite Halbjahr sind daher gedämpft und für 2019 wird ein BIP-Wachstum von 1,2 % erwartet. Auch die Inflation dürfte mit erwarteten 0,6 % tiefer ausfallen als im Vorjahr.

Der Handelsdisput mit den USA spiegelt sich in **Chinas** Realwirtschaft wider. So fiel das Wachstum der Industrieproduktion auf 5,0 %, ein 17-Jahres-Tief. Die chinesische Regierung hat bereits eine Reihe von Massnahmen, wie z. B. Steuersenkungen, angekündigt, um die Wirtschaft zu stimulieren. Dies dürfte der Wachstumsverlangsamung im zweiten Halbjahr entgegenwirken. Chinas Regierung ist fest entschlossen ihr BIP-Wachstumsziel von 6 bis 6,5 % zu erreichen und wird falls nötig noch weitere Massnahmen ergreifen, um die Konjunktur anzukurbeln. Die Verhinderung einer Schuldenblase ist derzeit zweitrangig.

Zinsen: Notenbanken wechseln Kurs

Rückblick Q2: Nachdem die Langfristzinsen in einem von Risikoaversion geprägten Umfeld im ersten Quartal 2019 auf Mehrjahrestiefstände gesunken waren, folgte bis Mitte April eine Gegenbewegung. Anschliessend drückte eine geldpolitische Spitzkehre der Notenbanken die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in Deutschland und der Schweiz bis Anfang Juli auf Rekordtiefstände von -0,38 % beziehungsweise -0,64 %. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen fiel im gleichen Zeitraum um 57 Basispunkte auf 2,02 % – der tiefste Stand seit 2016.

Aufgrund Konjunkturrisiken signalisierte die US-Notenbank bereits im Januar, den Leitzins im Jahr 2019 nicht mehr anheben zu wollen. Mitte Juni beschleunigte sie ihren Kurswechsel mit der Aussicht auf "angemessene Massnahmen zur Stützung des wirtschaftlichen Aufschwungs", was die Marktteilnehmer als bevorstehende Leitzinssenkungen interpretierten. Auch die EZB kündigte eine Lockerung der Geldpolitik an. Sollte sich der Wirtschaftsausblick nicht verbessern und die Inflation im Euroraum nicht anziehen, werde eine zusätzliche Lockerung der Geldpolitik erforderlich sein, liess EZB-Präsident Draghi verlauten.

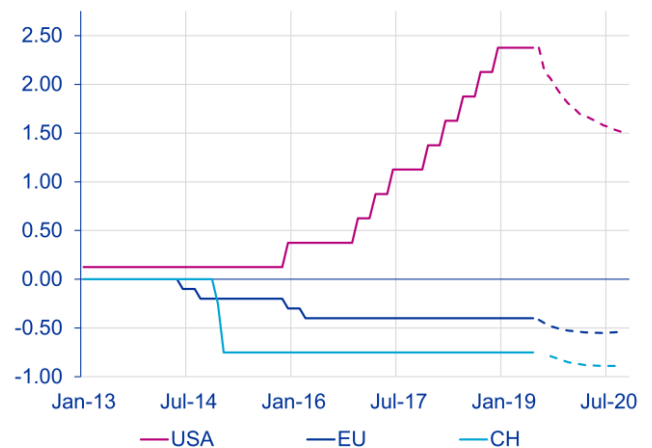
In Anbetracht der nachlassenden Konjunkturdynamik würde man typischerweise davon ausgehen, dass sich die Kreditaufschläge von Unternehmensanleihen ausweiten. Doch aktuell ist genau das Gegenteil der Fall. In der EU und den USA haben sich die BBB-Spreads seit Anfang Juni um rund 40 beziehungsweise 20 Basispunkte eingengt. Dies ist auf die verzweifelte Suche nach Rendite seitens der Investoren und auf die Unterstützung der Notenbanken zurückzuführen.

Ausblick: Die Finanzmarktteilnehmer gehen derzeit davon aus, dass es im laufenden Jahr zu zwei bis drei Leitzinssenkungen in den **USA** kommen wird.

Aufgrund der stark gesunkenen Inflationserwartungen gerät die **EZB** zunehmend unter Zugzwang. Es wird deshalb erwartet, dass der EZB-Rat am 25. Juli seine Wortwahl zur Geldpolitik ändern wird, um eine baldige Leitzinssenkung zu signalisieren. Um die negativen Auswirkungen auf den europäischen Bankensektor zu mildern, könnte die EZB Ausnahmeregelungen bezüglich des negativen Einlagensatzes einführen. Einige Marktbeobachter erwarten sogar eine Reaktivierung des QE-Programms noch vor Ende des Jahres.

Grafik 2

Entwicklung Leitzinsen



Quellen: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 09.07.2019

In Anbetracht der Konjunkturrisiken und des geldpolitischen Kurswechsels in der EU und den USA scheint ein geldpolitischer Normalisierungskurs auch für die **Schweizerische Nationalbank** (SNB) in weite Ferne gerückt zu sein. Dass die SNB in den nächsten Monaten den mit -0,75 % bereits rekordtiefen Leitzins weiter senkt, erwarten wir jedoch nicht.

Sollte es sich bei den schwächeren Wirtschaftszahlen nicht um die Vorboten einer Rezession, sondern nur, wie von uns erwartet, 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 weiter sinken. 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 für dieses Risiko.

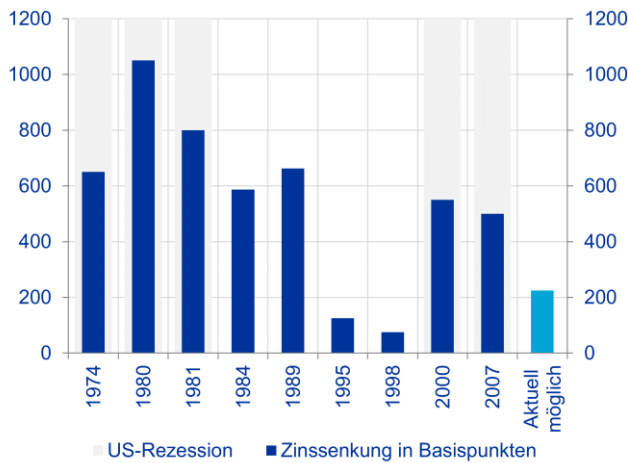
Fokus: Vorbeugung heute raubt die Munition von morgen

Angesichts der tiefen Inflation und der Konjunktüreintrübung steuern Zentralbanken einen Kurswechsel an. In Europa kommt die geldpolitische Normalisierung somit zum Ende, bevor sie überhaupt begonnen hat. In den USA konnte die Fed hingegen die Leitzinsen in

den letzten 4 Jahren um 2,25 % erhöhen. Das ist jedoch auch nicht viel in Anbetracht dessen, dass sie in der Vergangenheit die Zinsen in einer Rezession um durchschnittliche 7,1 % reduzierte (siehe Grafik 3).

Grafik 3

USA: Zinssenkungen während Rezessionen



Quellen: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 08.07.2019

Da wir von einer temporären Wachstumsflaute und keiner unmittelbaren Rezession ausgehen, erwarten wir, dass sich die angekündigten Zinssenkungen in Grenzen halten werden, ähnlich wie dies 1995 und 1998 der Fall war. Der Unterschied zu den Neunzigerjahren ist, dass das aktuelle Zinsniveau einiges tiefer ist (siehe Tabelle 1). Zinssenkungen im jetzigen Umfeld werden die Konjunktur dynamik stabilisieren, die Fed büsst aber somit auch wertvolle traditionelle Munition für eine künftige Rezession ein.

Tabelle 1

	1995	1998	aktuell
Kerninflation (PCE)	2.1	1.4	1.6
PMI der Industrie (ISM)	45.9	49.3	51.7
PMI Dienstleistungssektor (ISM)	--	55.1	55.1
Leitzins (Obergrenze)	6.0	5.5	2.5
Arbeitslosenquote	5.6	4.5	3.7

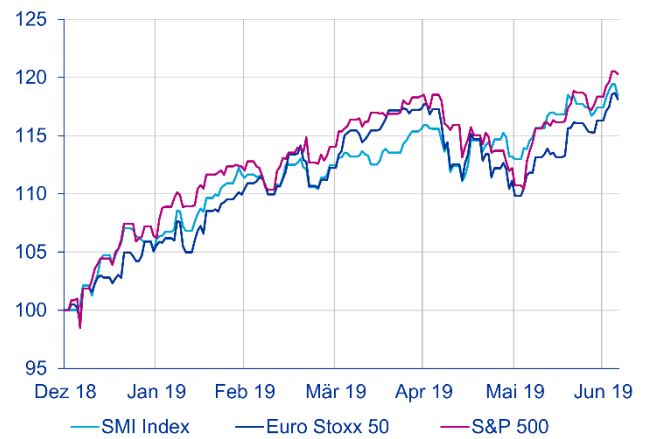
Quellen: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 08.07.2019

Aktien: Viel Optimismus und wenig Raum für Enttäuschung

Rückblick Q2: Die Aktienmarkt-Rally, die Anfang Jahr begann, setzte sich im zweiten Quartal fort. Die Verschärfung des US-China-Handelsdisput im Mai sorgte kurzfristig für Volatilität. Während der Zinsmarkt weiterhin Rezessionssignale für die USA sendet, bejubeln die Aktienmärkte die Ankündigungen der EZB und der Fed, ihre Geldpolitik expansiver zu gestalten. Insgesamt konnten in den USA, im Euroraum und in der Schweiz zweistellige Kursgewinne seit Jahresanfang verbucht werden. Der S&P 500 gewann rund 17 %, der Euro Stoxx 50 legte circa 15 % zu und der SMI knapp 19 %. Globale Titel, gemessen am MSCI All Country Index, legten 15 % an Wert zu seit Anfang Jahr, die stärkste Halbjahresperformance seit 22 Jahren.

Grafik 4

Entwicklung Aktienmärkte



Quellen: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 05.07.2019

Ausblick: Die Zentralbankenpolitik wird auch in den nächsten Monaten einer der Haupttreiber für die Aktienmärkte sein. Entsprechend bleiben Aktien eine attraktive Anlageklasse im Niedrigzinsumfeld. Es ist aber zu beachten, dass die schwächelnde Weltwirtschaft sich auf das Unternehmensgewinnwachstum auswirkt. So sind die jüngsten Kursavancen losgelöst von den nachlassenden Fundamentaldaten (siehe Grafik 6). In einem solchen Umfeld sind Aktienmärkte äusserst anfällig auf negative Überraschungen oder Tweets von US-Präsident Trump. Mit erhöhter Marktvolatilität ist daher zu rechnen. Eine Quelle für Unsicherheit ist nach wie vor der Handelsstreit zwischen den USA und China. Am G-20-Gipfel Ende Juni gab es zwar optimistische Töne, aber der Konflikt ist noch lange nicht gelöst.

Grafik 5

Welt: Kursentwicklung und Gewinnwachstum



Quellen: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 08.07.2019

FX: Sichere Häfen sind gefragt

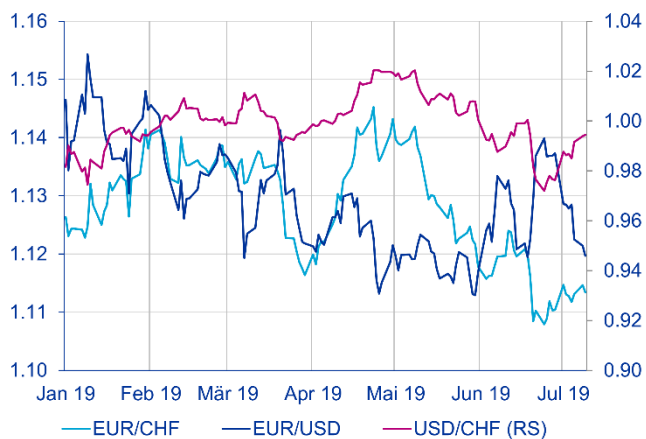
Rückblick Q2: Der Schweizer Franken gewann an Stärke im zweiten Quartal, denn der Euro wertete sich

gegenüber dem Franken um 0,5 % ab und der US-Dollar verlor rund 1,9 % an Wert. Das vom Brexit geplagte britische Pfund gab um 4,4 % nach.

Der Euro-Franken-Kurs hat sich zwar in den letzten eineinhalb Jahren graduell an den fairen Wert, gemessen an der Kaufkraftparität, angenähert, bleibt aber weiterhin überbewertet und ist aktuell rund 5 % zu teuer.

Grafik 6

Entwicklung Währungen

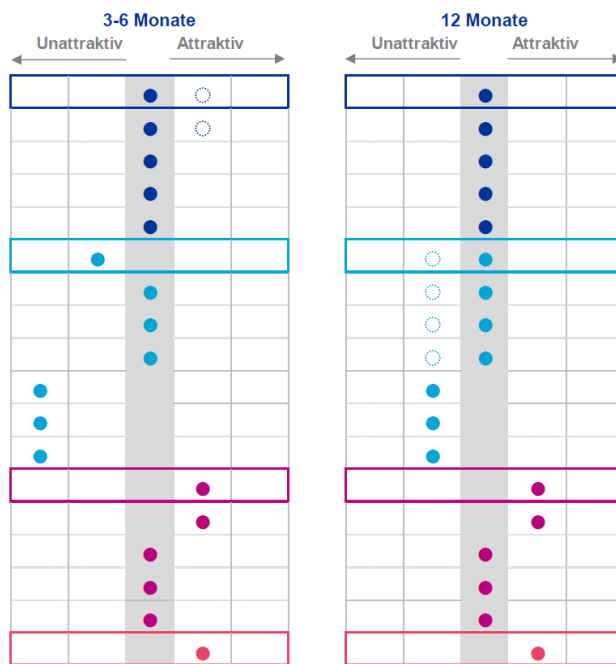


Quellen: Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P., per 08.07.2019

Ausblick: An der Überbewertung des Schweizer Frankens dürfte sich auch in der zweiten Jahreshälfte nichts ändern, denn die geldpolitische Lockerung im Euro-Raum und die globalen Konjunkturrisiken werden dem Franken weiter Rückenwind geben. Eine Eskalation des Handelskriegs oder ein ungeordneter Brexit könnte dem Schweizer Franken als sicherem Hafen noch weiteren Schub geben und dadurch die SNB unter Druck setzen. Bei ihrer letzten Lagebeurteilung Mitte Juni bekräftigte die SNB ihre Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Wir gehen daher davon aus, dass sie diese Massnahme ergreift, bevor sie die Leitzinsen weiter senkt.

Positionierung

Grafik 7



Quelle: Baloise Asset Management, per 28.06.2019



Marktrelevante Termine

2019

Juli

- › 25. Juli: Zinsentscheid der EZB
- › 23. Juli: Wahl des Premierministers Grossbritanniens

Aug.

- › 22.–24. August: Notenbank-Konferenz in Jackson Hole

Sept.

- › 12. September: Zinsentscheid der EZB
- › 17.–18. September: Zinsentscheid der Fed
- › 19. September: Zinsentscheid der SNB

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

Viermal pro Jahr, Redaktionsschluss: 11.07.2019

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.