1 MONAT IN 10 BILDERN

Dezember 2018

Zusammenfassung

1. USA – Geldpolitik – Von «weit entfernt» auf «knapp unter» dem neutralen Niveau
2. USA – Schwäche am Wohnimmobilienmarkt
3. Japan – Fortsetzung der quantitativen Lockerung in Japan
4. Grossbritannien – Ungewissheit in Bezug auf den Brexit lässt die Wirtschaft stocken
5. Eurozone – Wachstum in Italien durch Streben nach fiskalischer Lockerung gehemmt

6. Schweiz – Erneut Geisel der wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen in Europa
7. China – Unerwartet deutliche Verlangsamung der Exporte und Importe
8. Südkorea – Bank of Korea strafft die Geldpolitik, um finanzielle Ungleichgewichte zu mindern
9. Anleihen – Höhere Renditen für den EM-Hartwährungsindex ggü. Lokalwährungswerten
10. Rohstoffe – Abverkauf am Ölmarkt



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Manuel Rybach
Senior Portfolio Manager



01

USA – Geldpolitik – Von «weit entfernt» auf «knapp unter» dem neutralen Niveau

Bei den Aussichten für die Geldpolitik der US-Notenbank (Fed) gab es eine ziemlich abrupte Kehrtwende. Von September bis Anfang Oktober trugen die starken US-Konjunkturdaten, die steigenden Ölpreise und die Kommentare der meisten Fed-Vertreter – die in dem Statement von Jerome Powell kulminierten, die Zinsen befänden sich noch «weit entfernt vom neutralen Niveau» – zu höheren Markterwartungen an weitere Leitzinserhöhungen im Jahr 2019 bei.

Im November wurden die Erwartungen jedoch zurückgenommen. Die Marktvolatilität, die anhaltende Besorgnis über das globale Wachstum, der Rückgang der Ölpreise und die konstant unter den Erwartungen liegenden US-Inflationsdaten stellten die Zweckmässigkeit einer Straffung der Kreditkonditionen in den USA in Frage, obwohl das Wirtschaftswachstum in den USA weiter robust blieb.

Diese Entwicklungen haben offenbar auch die Einschätzung der Situation durch die US-Notenbank verändert, sodass sich einige Fed-Vertreter zurückhaltender äusserten. Am 28. November erklärte Powell, die Zinssätze lägen «knapp unter» dem neutralen Niveau. Es ist schwer zu sagen, ob die Fed nur angesichts der Korrektur an den Aktienmärkten zurückgezuckt ist, oder ob diese scheinbare Kehrtwende fundamentalere Gründe hat, wie etwa die geringere Aussicht auf weitere fiskalische Impulse im nächsten Jahr, die hartnäckig verankerten Inflationsraten und die schwächere Aktivität in einigen zyklischen und zinssensiblen Sektoren. Die Aussichten für den Leitzins der Fed sind jetzt weniger klar als vor zwei Monaten.

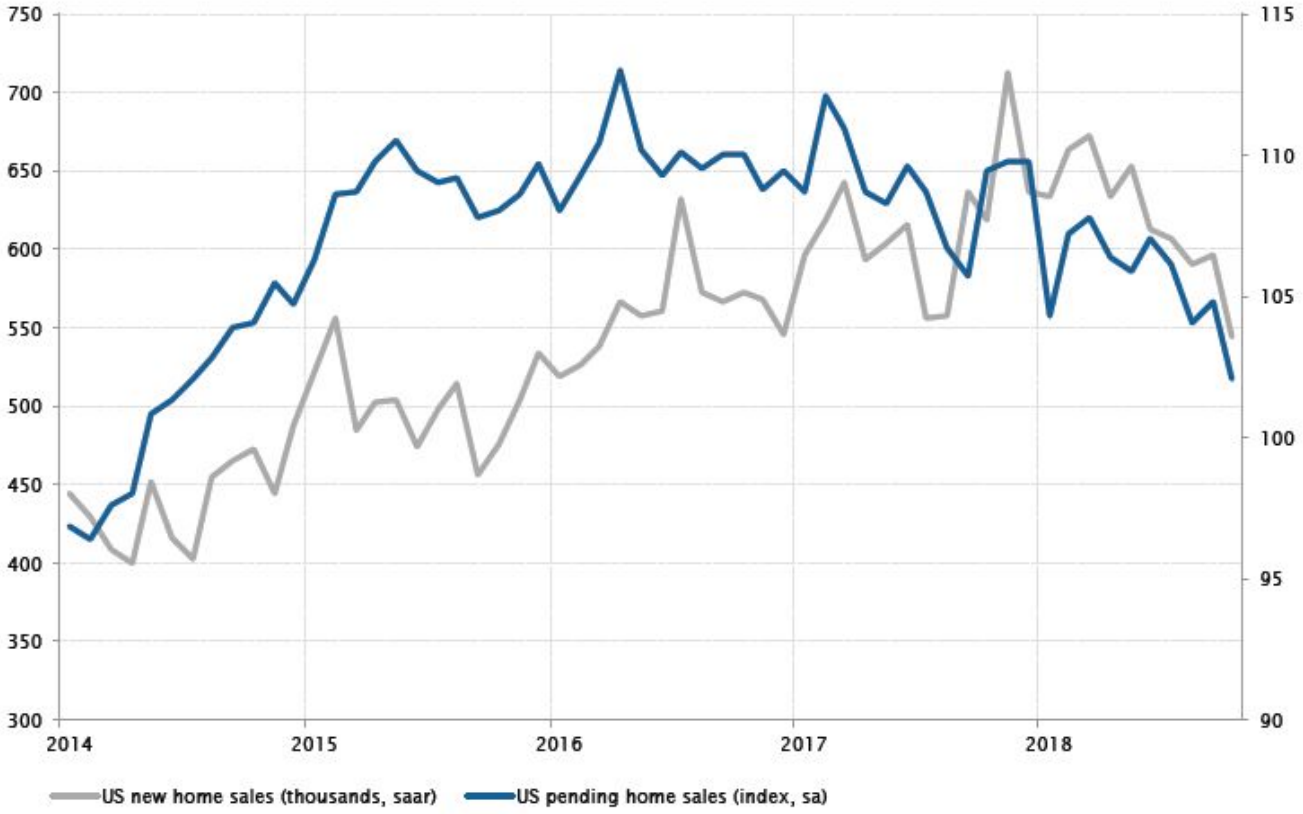
Die Erwartungen an US-Zinserhöhungen stiegen zunächst, sanken aber im November wieder

Quellen: Bloomberg, SYZ Asset Management. Stand: 1. Dez. 2018



In den USA gehen die Verkäufe von Eigenheimen zurück

Quellen: Bloomberg, SYZ Asset Management. Stand: 30. Nov. 2018



02

USA – Schwäche am Wohnimmobilienmarkt

In den USA waren die Verkäufe neuer Eigenheime im Oktober überraschend schwach: Sie gingen im Vergleich zum Vormonat um 8,9% auf den niedrigsten Stand seit über zweieinhalb Jahren zurück. Die Daten schwächen sich bereits seit dem Ende des letzten Jahres ab. Im Oktober markierten die Zahlen den grössten monatlichen Rückgang im Jahr 2018. Parallel dazu fiel die Zahl der noch nicht abgeschlossenen Eigenheimverkäufe gegenüber dem Vormonat um 2,6% auf ein Vierjahrestief. Dies deutet ebenfalls auf eine Verschlechterung am US-Wohnimmobilienmarkt hin.

Der Abwärtstrend der Eigenheimverkäufe belegt, dass die höheren Zinssätze den Immobilienmarkt belasten. Der Anstieg der Hauspreise verlangsamt sich zwar, übertrifft das Lohnwachstum aber immer noch, was wiederum die Nachfrage dämpft. Vor diesem Hintergrund steht zu erwarten, dass sich die Verlangsamung am US-Wohnimmobilienmarkt bis in das Jahr 2019 hinein fortsetzt.

03

Japan – Fortsetzung der quantitativen Lockerung in Japan

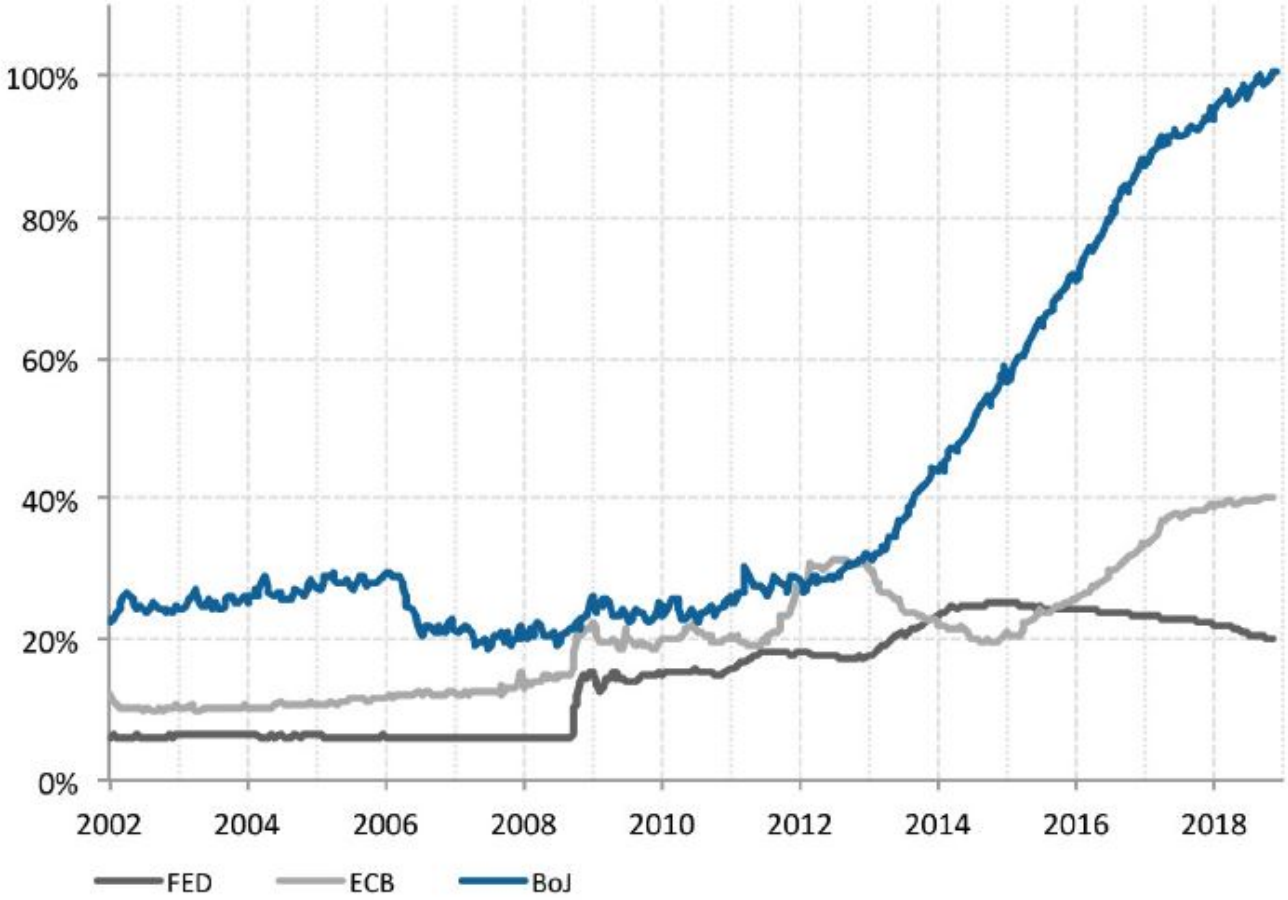
Die Bilanz der Bank of Japan (BoJ) entspricht mittlerweile über 100% des japanischen BIP. Diese Entwicklung hat zwar eher nur eine symbolische Bedeutung und war früher oder später zu erwarten, dennoch ist die Höhe beeindruckend. Zugegeben, auch in der Schweiz war dies eine ganze Weile der Fall. In Japan geht es jedoch um ganz andere Beträge. Die Zusammensetzung der Wertpapierkäufe unterscheidet sich ebenfalls erheblich.

Interessanterweise steht die fortgesetzte Ausweitung der Bilanz der BoJ durch den Erwerb japanischer Staatsanleihen (JGB) jetzt im Gegensatz zu der Dynamik in den USA und in Europa. Die Bilanz der US-Notenbank macht knapp 20% des US-BIP aus. Derzeit reduziert die Zentralbank ihre Positionen um USD 50 Mrd. pro Monat, wodurch die Finanzierungsbedingungen in US-Dollar restriktiver werden. Die EZB ist bei der Normalisierung ihrer Geldpolitik weniger weit vorangeschritten, dürfte jedoch die Ausweitung ihrer Bilanz höchstwahrscheinlich bis zum Ende des Jahres beenden.

Die BoJ ist die letzte grosse Zentralbank, die den Ausstieg aus der Ära der quantitativen Lockerungen schaffen muss. Mit der Drosselung der Käufe langfristiger Anleihen und der Ausweitung der Bandbreite für die 10-jährige Rendite steuert sie bereits darauf zu. Mittlerweile hält die Zentralbank jedoch die Hälfte aller ausstehenden JGBs – rund USD 500 Mrd. – und ist der zweitgrösste öffentliche Emittent der Welt, nach den USA. Diese Zahlen sind überwältigend.

Der Wert der Vermögenswerte in der Hand der BoJ übersteigt mittlerweile das jährliche BIP Japans

Quellen: Bloomberg, Fed, EZB, BoJ, SYZ Asset Management Stand: 30. Nov. 2018



Je näher der Brexit, desto höher die Unsicherheit in der britischen Wirtschaft

Quellen: Factset, SYZ Asset Management. Stand: 5. Dez. 2018



04

Grossbritannien – Ungewissheit in Bezug auf den Brexit lässt die Wirtschaft stocken

Das Ende der langen Brexit-Saga rückt näher – oder vielleicht auch nicht. Nach langen, schmerzhaften und fruchtlosen Verhandlungen mit der Europäischen Union, die zwei Jahre dauerten, erreichte Theresa May mit der EU endlich eine Einigung über die Austrittsbedingungen. Leider dürfte diese Vereinbarung vom britischen Parlament abgeschmettert werden. Damit könnte sich die Saga weiter hinziehen, möglicherweise mit einem weiteren Referendum oder Parlamentswahlen.

Eines ist sicher. Die Unklarheit über die Situation nach dem 29. März 2019, dem Tag, an dem der Brexit in Kraft tritt, belastete in der letzten Zeit die Stimmungs- und Aktivitätsindikatoren. Das Konsumentenvertrauen in Grossbritannien ist auf einem 5-Jahrestief angekommen. Die Hauspreise ziehen langsamer an, die Zahl der Anträge auf Arbeitslosengeld ist zum ersten Mal seit sieben Jahren wieder gestiegen, die Unternehmensinvestitionen sind seit Anfang 2018 rückläufig.

Der britische Gesamt-Einkaufsmanagerindex, ein Massstab für die Aktivität im Fertigungs- und Dienstleistungssektor, rutschte im November auf den niedrigsten Stand seit 2012 – ohne Berücksichtigung der einmonatigen Talfahrt direkt nach dem Brexit-Referendum. Dies deutet darauf hin, dass die Wirtschaft im 4. Quartal ins Stocken geraten ist. Ob sie im Jahr 2019 wieder anspringt oder nicht, liegt jetzt in den Händen der britischen Politiker und ihrer Fähigkeit, auf die eine oder andere Weise für Gewissheit zu sorgen.

Eurozone – Wachstum in Italien durch Streben nach fiskalischer Lockerung gehemmt

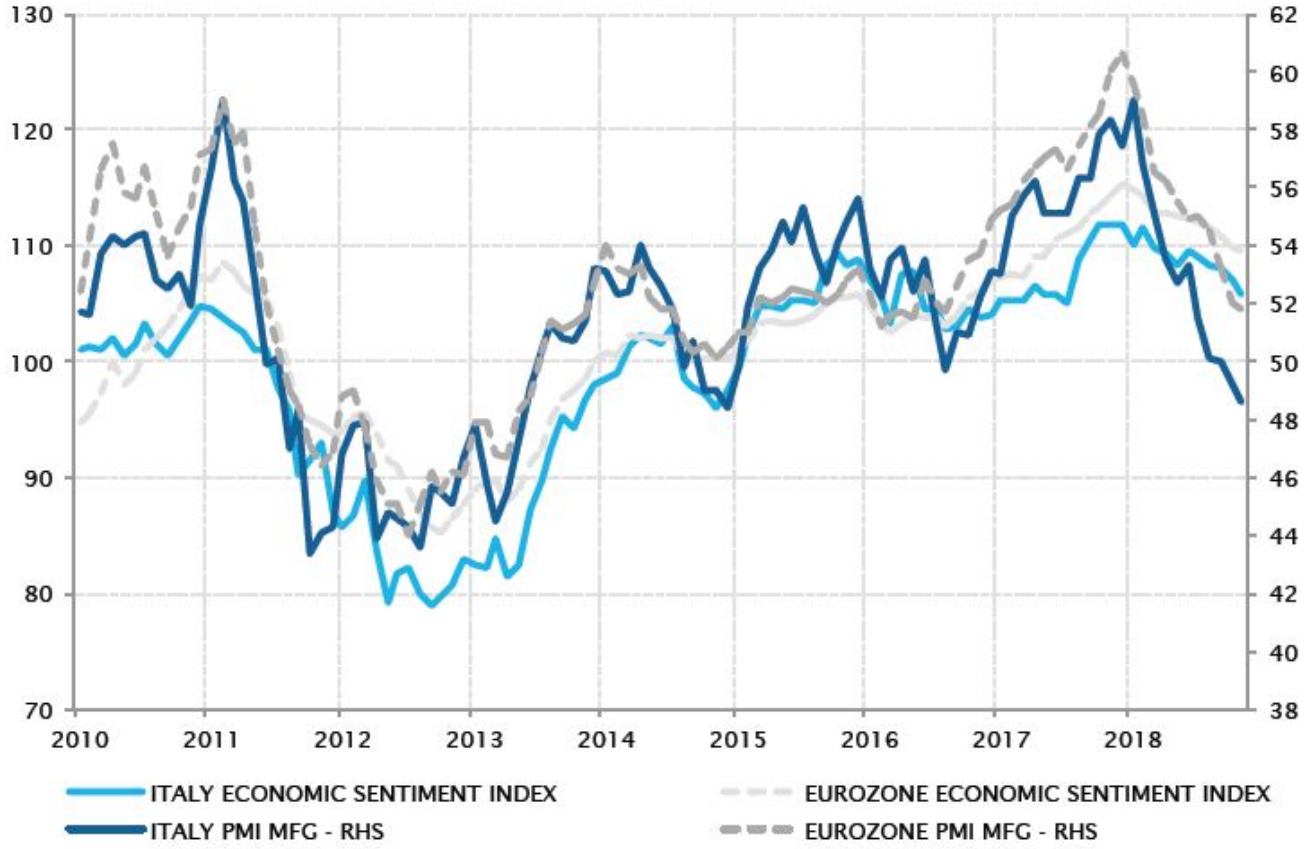
Der Streit zwischen der italienischen Regierung und der Europäischen Kommission über den italienischen Haushaltsentwurf für 2019 und das angekündigte Haushaltsdefizit, das nicht zur Stabilisierung der Schuldenentwicklung beiträgt, sondern deutlich über diesem Niveau liegt, hat sich seit September zugespitzt. Eigentlich ist der Wirtschaftsausblick Italiens bereits seit Mai 2018, als die Fünf-Sterne-Bewegung und die Lega Nord die Regierung übernahmen, von politischer Ungewissheit überschattet.

Trotz der anhaltenden Verhandlungen über den Haushalt machen sich die Auswirkungen der Unsicherheit in der italienischen Wirtschaft bereits bemerkbar. Vor dem Hintergrund der Konjunkturabkühlung in der gesamten Eurozone verlangsamte sich das Wachstum in der drittgrössten Volkswirtschaft der Währungsunion noch stärker und rutschte im 3. Quartal erstmals seit 2014 ins Minus. Alle massgeblichen Aktivitätsindikatoren in Italien sind steiler zurückgegangen als im europäischen Durchschnitt, da die Unklarheit betreffend die Haushaltspolitik und der Anstieg der Finanzierungskosten – aufgrund der höheren Risikoprämien der Staatsanleihen – die Investitionen dämpfen.

In Europa spitzt sich die Debatte über die Fiskalpolitik zu, weil das schwächere Wachstum die Haushaltsprognosen für das nächste Jahr untergräbt und die sozialen Forderungen in Italien und Frankreich zunehmen. Die nächstes Jahr anstehenden Europawahlen dürften die politisch bedingte Ungewissheit in Europa bis zum Mai weiter anheizen.

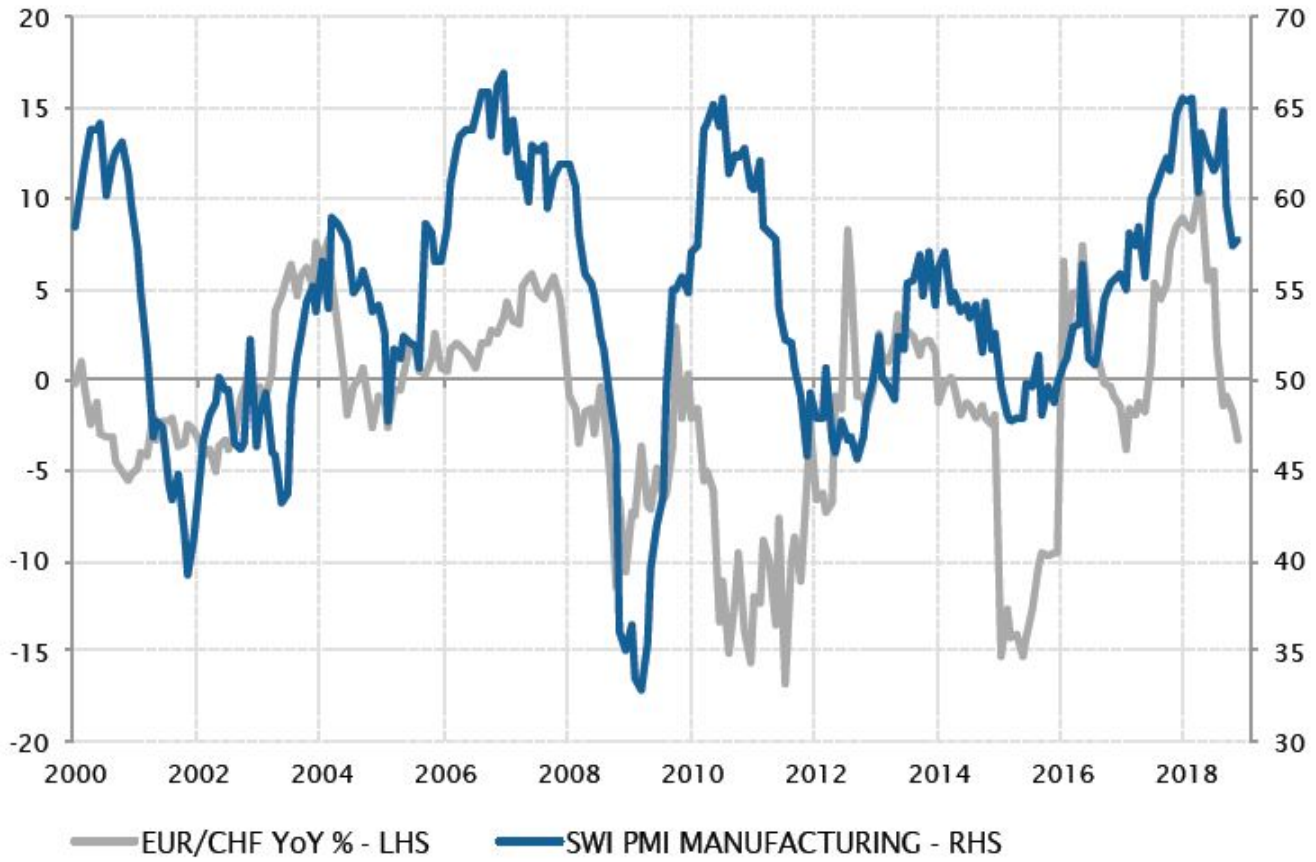
Die italienischen Konjunkturindikatoren haben sich schneller verschlechtert als der europäische Durchschnitt

Quellen: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Stand: 1. Dez. 2018



Der starke Franken deutet auf anhaltend langsames Wachstum in der Schweiz hin

Quellen: Factset, SYZ Asset Management. Stand: 1. Dez. 2018



06

Schweiz – Erneut Geisel der wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen in Europa

Die Schweizer Wirtschaft verzeichnet seit 2017 einen kräftigen Wachstumsschub, wobei das jährliche BIP-Wachstum am Ende des Frühjahrs bei 3,5% den Höhepunkt erreichte. Die Kombination aus kräftigem Wachstum der Weltwirtschaft und schwächerem Schweizer Franken in Verbindung mit extrem expansiven Finanzierungsbedingungen im Inland schuf ein sehr günstiges Umfeld für die exportabhängige Schweizer Wirtschaft.

In diesem Jahr sind externe Faktoren jedoch allmählich zu Gegenwinden geworden. Die Konjunkturabkühlung in Europa und China dämpfte die Nachfrage an zwei der wichtigsten Exportmärkte der Schweiz. Hinzu kam der Kurswechsel des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro nach dem Wiederaufleben der von Italien ausgehenden politischen Unsicherheit in der Eurozone. Nachdem der Franken gegenüber dem Euro in einem Jahr rund 10% verloren hatte, erholte er sich wieder. Unterstützt wurde er dabei durch eine Kombination aus Zufluchtskäufen und geringeren Erwartungen an die Leitzinserhöhungen der EZB.

Die unmittelbare Folge war eine Belastung der Wirtschaftsaktivität in der Schweiz: Das BIP ging im Sommer um 0,2% zurück und die Indikatoren für den Fertigungssektor verloren an Boden. Wieder einmal scheint die Schweizer Wirtschaft eine Geisel der wirtschaftlichen

und politischen Entwicklungen in der Eurozone zu sein. Die in der Union herrschende Ungewissheit dürfte bis zu den Europawahlen im Mai anhalten. Damit besteht nur ein begrenzter Spielraum für eine kurzfristige Kehrtwende des Frankens. Aus diesem Grund könnte die Wachstumsdynamik in der Schweiz in den ersten Monaten des Jahres 2019 eher schwach ausfallen.

07

China – Unerwartet deutliche Verlangsamung der Exporte und Importe

Die chinesischen Exporte und Importe fielen im November erheblich schwächer aus als erwartet, was auf eine Verlangsamung der inländischen und weltweiten Nachfrage hindeutet. Die Auswirkungen der vorgezogenen Lieferungen chinesischer Unternehmen in die USA, vor dem Inkrafttreten der Zölle am 1. Januar, begannen ebenfalls nachzulassen.

Im November wuchsen die Exporte nur um 5,4% – deutlich unter den erwarteten 10%. Sie verzeichneten die schwächste Entwicklung seit dem Rückgang um 3% im März. Die Verlangsamung betraf nicht nur die Exporte in die USA, sondern auch die Lieferungen in die Europäische Union und nach Asien. Die Importe waren mit einem Plus von 3% ebenfalls enttäuschend – gegenüber 20,8% im Oktober.

Das chinesische Wachstum war im 3. Quartal mit 6,5% relativ kräftig. Für 2019 wird jedoch eine Verlangsamung auf 6,3% erwartet. Die Zahlen wurden wenige Tage nach der Vereinbarung eines 90-tägigen Waffenstillstands im Handelskonflikt zwischen den USA und China veröffentlicht. Sie verstärken jedoch den Druck, unter dem Peking bei den Gesprächen steht.

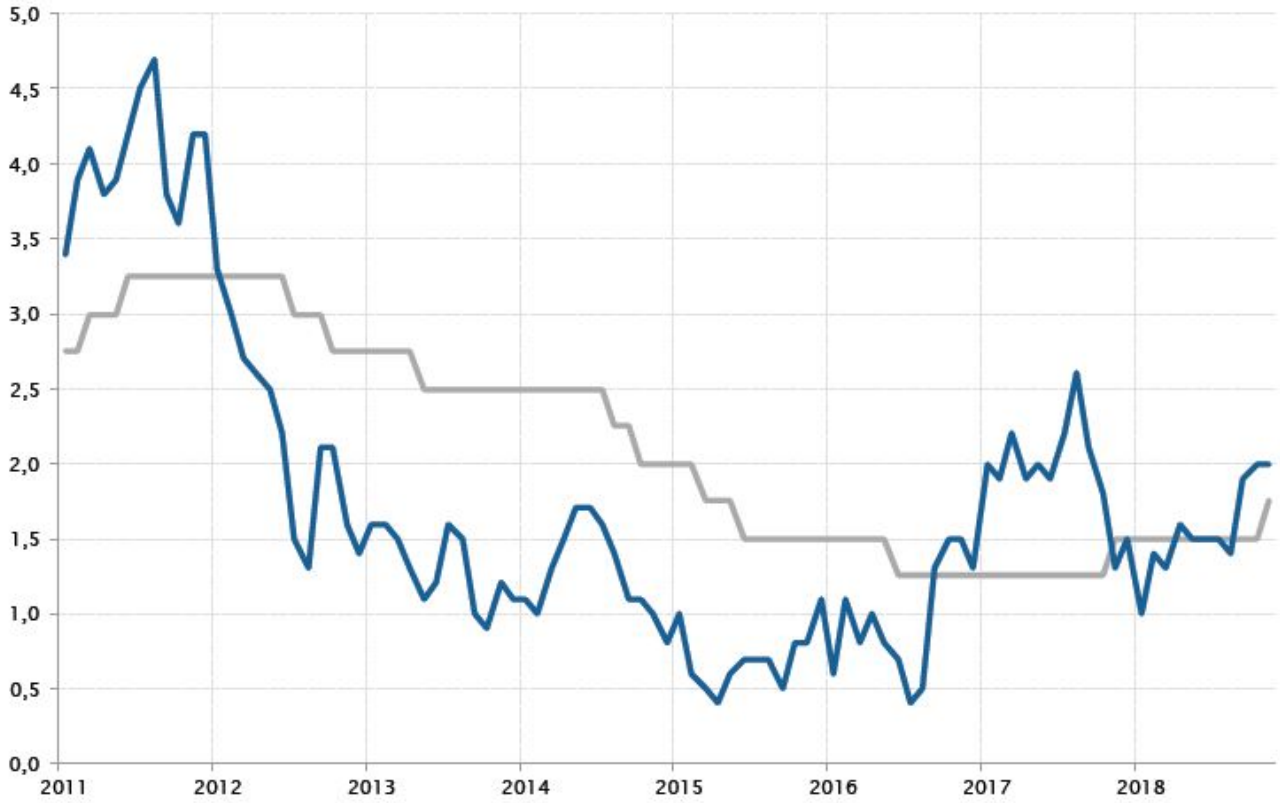
Handelskrieg belastet chinesische Exporte und Importe

Quellen: Factset, SYZ Asset Management. Stand: 30. Nov. 2018



Die Bank of Korea erhöhte den Leitzins zum ersten Mal seit einem Jahr

Quellen: Bloomberg, SYZ Asset Management. Stand: 4. Dez. 2018



08

Südkorea – Bank of Korea strafft die Geldpolitik, um finanzielle Ungleichgewichte zu mindern

Wie vom Markt erwartet, hob die Bank of Korea (BoK) ihren Leitzins genau ein Jahr nach der letzten Zinserhöhung um 25 Basispunkte (Bp.) auf 1,75% an, da die Besorgnis über die hohe Verschuldung der Verbraucher und die Lücke zwischen koreanischen und US-Renditen zunahm. Dieser Schritt reduzierte die Zinsdifferenz zu den USA von 75 Bp. auf 50 Bp., kurz vor der allgemein erwarteten Zinserhöhung der Fed um 25 Bp. im Dezember.

Bei der Pressekonferenz erklärte der Gouverneur der BoK, die Geldpolitik sei nach wie vor expansiv, da der Zinssatz das neutrale Niveau noch nicht erreicht habe. Gleichzeitig dämpfte er die Erwartung einer weiteren Anhebung durch eine vorsichtige Beurteilung der Wachstumsaussichten, wobei er auf die hohe Ungewissheit hinwies. An der Inflationsfront erreichte der Gesamt-Konsumentenpreisindex im Oktober das Ziel der Zentralbank von 2%. Aufgrund der nachlassenden Binnennachfrage, der niedrigeren Ölpreise und der vorübergehenden Treibstoffsteuersenkung um 15% ist jedoch künftig mit einem gewissen Abwärtsdruck zu rechnen. Der ungewisse Wachstumsausblick und die verhaltene Inflation würden es der Zentralbank sicherlich ermöglichen, weitere Zinserhöhungen für einige Zeit auf Eis zu legen.

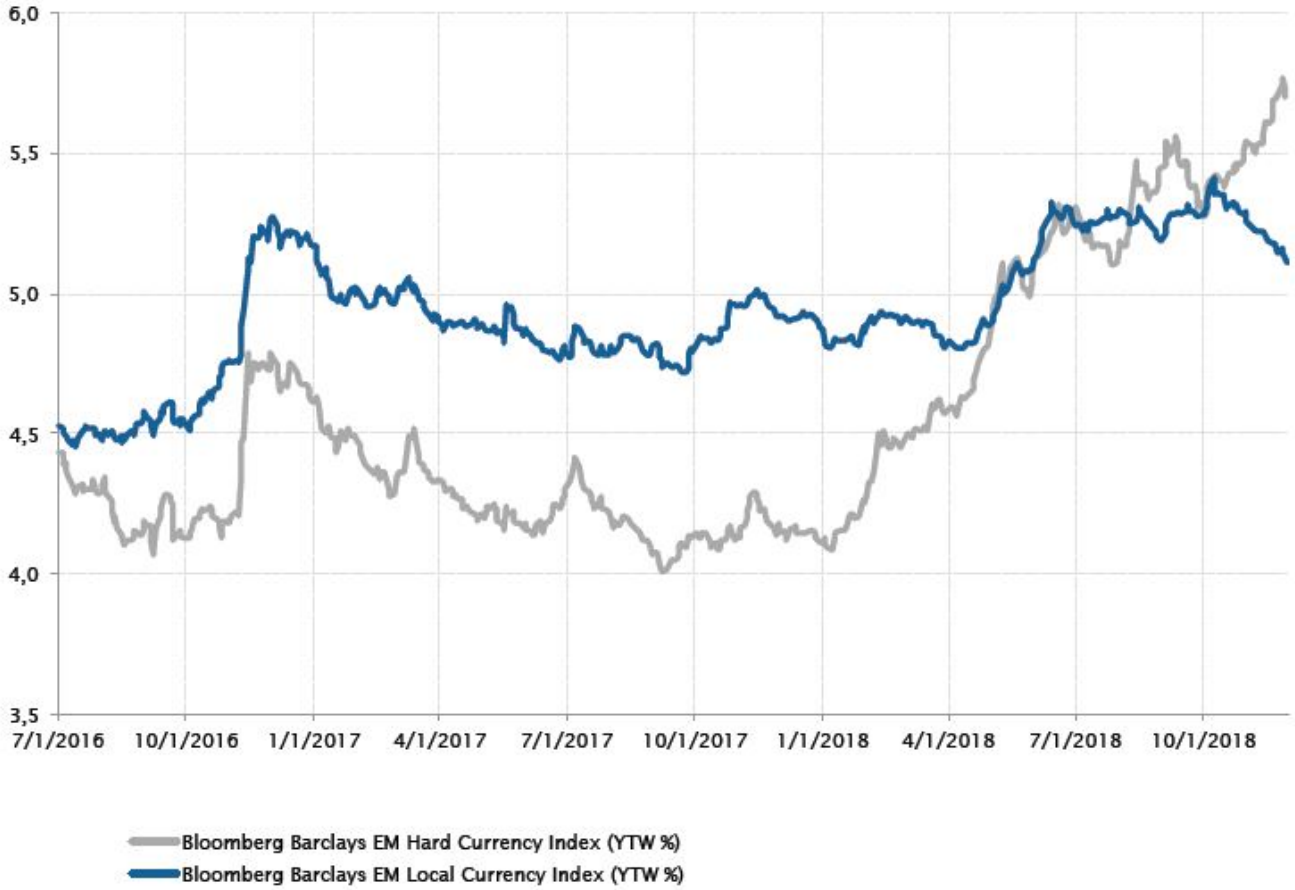
Anleihen – Höhere Renditen für den EM-Hartwährungsindex ggü. Lokalwährungswerten

In diesem Monat übertraf die Yield-to-worst (YTW) des Index für Schwellenländeranleihen in Hartwährungen zum ersten Mal seit 2016 die YTW des Lokalwährungsindex. Dies deutet darauf hin, dass auf Fremdwährungen lautende Anleihen höhere Renditen abwerfen als Lokalwährungsanleihen – 5,69% gegenüber 5,11%. Ende November betrug die Renditedifferenz zugunsten des Hartwährungsindex 58 Bp. – im Vergleich zu -76 Bp. am Ende des letzten Jahres. Darüber hinaus ist die Gesamtduration des Lokalwährungsindex höher als beim Hartwährungsindex, was letzteren noch attraktiver macht.

In einem Umfeld, in dem die Geldpolitik der US-Notenbank restriktiver wird, folgen von Schwellenländern (EM) emittierte Anleihen – von denen die meisten auf US-Dollar lauten – natürlich den Bewegungen der US-Treasury-Kurve. Darüber hinaus setzen die Zentralbanken einiger Schwellenländer im Zweifel immer noch lieber auf eine expansivere Geldpolitik, was die Renditen nach unten drückt. Nun steuern sie jedoch langsam auf eine restriktivere Politik zu, um die üblichen Probleme einer hohen Inflation und Währungsabwertung zu vermeiden.

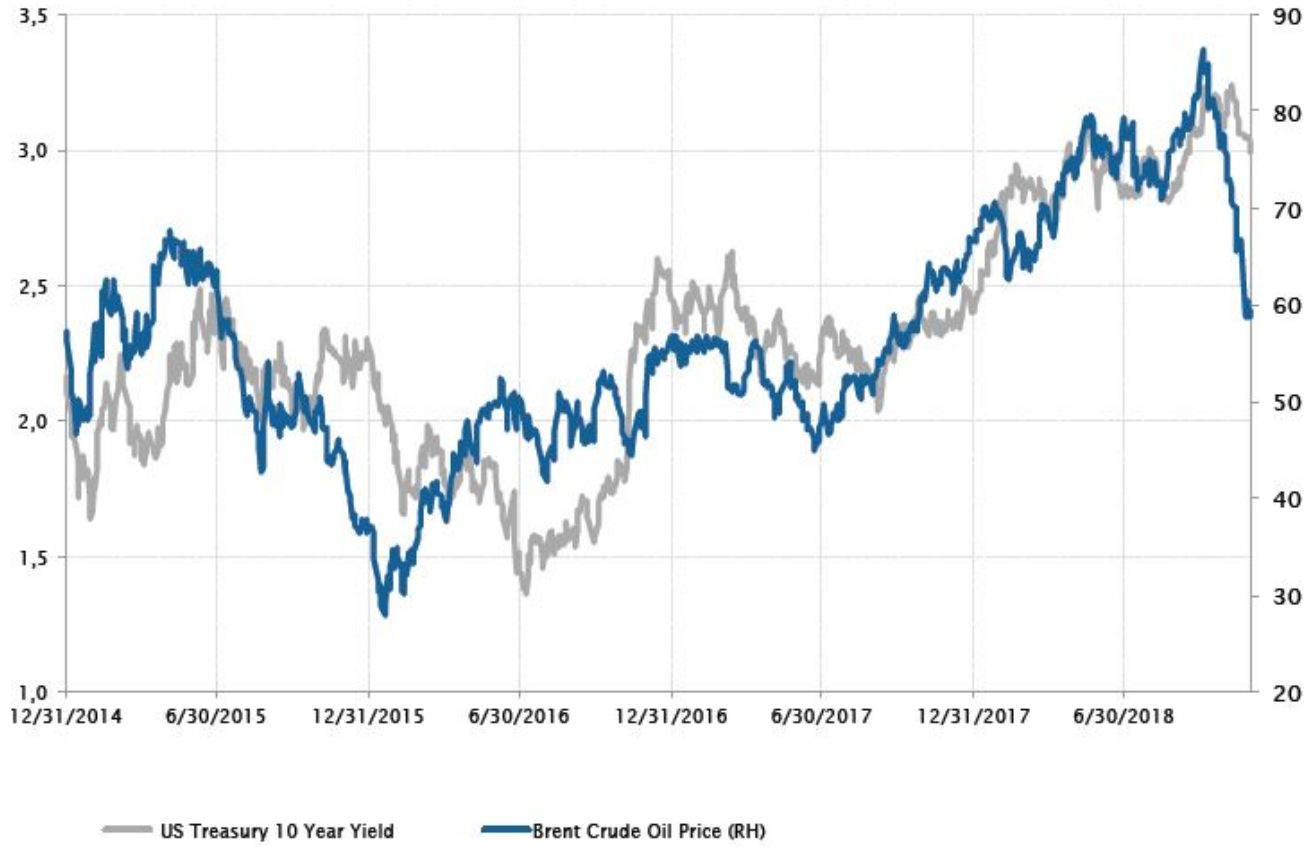
YTW der Indizes für Schwellenländeranleihen in Hart- und Lokalwährungen (in %)

Quellen: Bloomberg, SYZ Asset Management. Stand: 10. Dez. 2018



Entwicklung der 10-jährigen US-Rendite (in %) und des Brent-Spotmarktpreises (in USD je Barrel)

Quellen: Bloomberg, SYZ Asset Management. Stand: 10. Dez. 2018



Rohstoffe – Abverkauf am Ölmarkt

Im November wurde die positive Beziehung zwischen der Rendite der 10-jährigen US-Treasuries und dem Ölpreis durchbrochen. Brent-Rohöl beendete den Monat um über 20% tiefer bei USD 59 pro Barrel. West Texas Intermediate (-22%) verzeichnete ebenfalls den schlechtesten Monat seit Oktober 2018.

Andere Risikoanlagen beendeten den Monat im Plus. Doch die Monatserträge verschleierten bedeutende Schwankungen während des Monats. Dieser massive Abverkauf war auf die Besorgnis über einen ähnlich hohen Marktüberschuss wie im Jahr 2014 zurückzuführen. Die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) beschloss jedoch bei ihrer Konferenz im Dezember eine Senkung der Fördermengen, um den Preisverfall aufzuhalten, die Preise zu stabilisieren und ihre Haushaltseinnahmen zu erhalten. Darüber hinaus expandiert die US-Ölproduktion rasant und reagiert erheblich schneller auf den Breakeven-Preis.

Disclaimer

Dieses Werbedokument wurde von der Syz-Gruppe (hierin als «Syz» bezeichnet) erstellt. Es ist nicht zur Verteilung an oder Benutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Staatsbürger oder Einwohner eines Staats, Landes oder Territoriums sind, in dem die geltenden Gesetze und Bestimmungen dessen Verteilung, Veröffentlichung, Herausgabe oder Benutzung verbieten. Die Benutzer allein sind für die Prüfung verantwortlich, dass ihnen der Bezug der hierin enthaltenen Informationen gesetzlich gestattet ist. Dieses Material ist lediglich zu Informationszwecken bestimmt und darf nicht als ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder als ein Vertragsdokument aufgefasst werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben sind nicht dazu bestimmt, als Beratung zu Rechts-, Steuer- oder Buchhaltungsfragen zu dienen, und sie sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die in diesem Dokument enthaltenen Marktbewertungen, Bedingungen und Berechnungen sind lediglich Schätzungen und können ohne Ankündigung geändert werden. Die angegebenen Informationen werden als zuverlässig betrachtet, jedoch übernimmt die Syz-Gruppe keine Garantie für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.