

# Wirtschafts- und Marktausblick 2018:

Update zur Jahresmitte 2018: Treibsand



# Überblick

---

Die wirtschaftlichen Bedingungen sind robust und das Wachstum über dem Trend dürfte sich fortsetzen. Auch die Finanzmärkte befinden sich in guter Verfassung, und für Aktien besteht Aufwärtspotenzial. Die globale Landschaft ist jedoch fragiler geworden, schliesslich ist der Treibsand unübersehbar. Vom Aufstieg des Populismus und den wachsenden Handelsspannungen bis hin zur sich ausbreitenden finanziellen Straffung haben die Risiken zugenommen.

Die US-Wirtschaft erlebt gegenwärtig ihre zweitlängste Expansionsphase, gleichzeitig geht die Arbeitslosigkeit auf der ganzen Welt zurück und die Löhne fangen an zu steigen. Dennoch befindet sich der Populismus auf dem Vormarsch. Mit einer Regierungskoalition aus einer rechts- und einer links-extremen Partei, die wenig gemein haben, ausser dass sie einige der vorhandenen Unsicherheiten ansprechen, schliesst Italien sich diesem Marsch an. Dies zeigt, dass politische Stabilität und zukünftiger Wohlstand nicht nur von gesamtwirtschaftlichen Variablen abhängen. Damit die Gesellschaft gedeihen kann, müssen jene, die sich benachteiligt fühlen, den Eindruck gewinnen, dass ihre Stimmen gehört und ihre Ängste ernst genommen werden. Unglücklicherweise für Italien und für andere, die den populistischen Weg eingeschlagen haben, sind die Reformen, die zur Verbesserung der wirtschaftlichen Widerstandskraft und Bekämpfung von Ungleichgewichten erforderlich wären, auf diese Weise noch unwahrscheinlicher geworden.

Die Korrelation zwischen Populismus und Protektionismus ist historisch hinreichend belegt. Wir gehen zwar nach wie vor davon aus, dass es nicht zu einem Handelskrieg kommen

wird, dennoch führen die von den USA verhängten Zölle und die Vergeltungsmassnahmen ihrer Handelspartner zu Störungen und sind schädlich für Geschäftsklima und Investitionen. Wir vermuten, dass Kompromisslösungen gefunden werden, vor allem, da im November die US-Kongresswahlen anstehen. Angesichts der schärfer werdenden Rhetorik sind kurzfristig jedoch leider weitere Störungen möglich.

Starkes Wachstum kann politische und geopolitische Entwicklungen zwar etwas abfedern, es handelt sich dabei aber um ein zweischneidiges Schwert. Das Wachstum über dem Trend hat die Entscheidungsträger veranlasst, sich in Richtung einer Normalisierung der Geldpolitik zu orientieren. Andere, gerade in Schwellenländern, wurden durch die aggressivere Haltung der US-Notenbank und den steigenden US-Dollar zum Handeln gezwungen, um Währungen zu stabilisieren und Defizite im Griff zu behalten. Seit Beginn des Jahres hat mehr als ein Drittel der Zentralbanken die Zinssätze erhöht. Nennenswerte Ausnahmen sind die BoJ, die bei ihrer lockeren Haltung bleiben dürfte, und die EZB, die trotz ihrer Ankündigung, das QE-Programm im Dezember dieses Jahres einzustellen, zugesichert hat, bis mindestens September nächsten Jahres auf Zinserhöhungen zu verzichten.

Obwohl der Treibsand Anlass zur Sorge gibt, bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen robust sind und weitere Gewinne an den Aktienmärkten begünstigen dürften. Die USA weisen nach wie vor den Weg und, wie wir im Abschnitt über die USA zeigen, gibt es dort inzwischen mehr Stellenanzeigen als registrierte Arbeitslose. Die Löhne steigen und die Inflation hat endlich das Ziel der US-Notenbank erreicht. Vorsicht ist jedoch geboten, denn wir gehen nach immer davon aus, dass den USA 2020 eine Rezession bevorsteht. Die BoJ verfehlt ihr Inflationsziel zwar, der Arbeitsmarkt ist aber dennoch robust

und das Verhältnis von Stellen zu Bewerbern befindet sich auf dem höchsten Stand seit 44 Jahren. Wichtig ist dabei, wie wir ausserdem anmerken, dass die Unternehmensinvestitionen steigen, da es bei den Arbeitskräften zu Engpässen kommt.

Europa gibt weiter Rätsel auf. Mangels konkreter politischer Initiativen auf Seiten Grossbritanniens gibt es nach wie vor keine Klarheit in Bezug auf den «Brexit». Grund zur Sorge geben unserer Ansicht nach die Enttäuschungen der Unternehmen sowie die Anzeichen dafür, dass Investitionen zurückgehalten werden. Auch die erstmals seit der Finanzkrise sinkenden Hauspreise in London sind nicht von der Hand zu weisen. Im Abschnitt über die Eurozone zieht Italien die Aufmerksamkeit auf sich. Wir beschäftigen uns mit den Einzelheiten und Risiken, äussern aber gleichzeitig die Vermutung, dass die politischen Entwicklungen Deutschland, Frankreich und andere Länder dazu ermutigen könnten, die Reformpläne für die Region voranzutreiben. Das Wachstum über dem Trend dürfte sich noch über einige Quartale hinweg fortsetzen. Zudem steigen die Löhne, und die Geschäftsinvestitionen kommen in Schwung.

Die Schwellenländer stehen unter Druck, und es zeichnen sich bei ihnen unterschiedliche Entwicklungen ab. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass das Wachstum in China auf kontrollierte Weise abnimmt. So wird gegen die Exzesse im Kreditgeschäft und gegen die Schattenbanken vorgegangen, gleichzeitig aber zielgerichtet Liquidität zur Verfügung gestellt, wenn sie benötigt wird. Unserer Ansicht nach hat das politische Establishment das Schicksal Chinas immer noch in der Hand. Ganz anders stellt sich die Lage für viele andere Volkswirtschaften dar, die anfällig für die Aufwertung des US-Dollars sind und mithin dazu gezwungen werden, einen Straffungskurs zu verfolgen. Wir gehen davon aus, dass die Zeiten des billigen Geldes für Indonesien und

Indien vorbei sind, vermuten jedoch, dass es dem asiatischen Raum besser ergehen wird als einigen anderen Schwellenländern.

Wie in den Abschnitten über die globalen und die regionalen Entwicklungen erläutert, begünstigen aus Marktsicht in späten Stadien des Konjunkturzyklus Aktien gegenüber Unternehmens- und Staatsanleihen. Wir vermuten, dass die Gewinne auch weiterhin positiv überraschen werden und die Investoren sich wieder auf die starken Fundamentaldaten konzentrieren können, weil viele politische und geopolitische Risiken mittlerweile eingepreist sind. Die Bewertungen haben sich etwas verbessert, da sich die Aktienmärkte trotz der Zuwächse bei den Gewinnen grösstenteils seitwärts entwickelt haben. Investoren in Unternehmensanleihen stehen zunehmendem Gegenwind gegenüber, bedingt durch den noch höheren Verschuldungsgrad, Unterneh-

mensaktivitäten zugunsten von Aktionären sowie, falls unsere Prognosen recht behalten, steigende Anleiherenditen. Obwohl Aktien weiteres Aufwärtspotenzial bieten, deuten das Stadium des Zyklus und gestiegene Makrorisiken auf eine erhöhte Streuung der Erträge zwischen Aktien, Sektoren und Regionen hin.

Abschliessend stellen wir fest, dass der Treibsand in Bezug auf Handel, Populismus und die sich verschärfenden finanziellen Bedingungen Anlass zur Sorge gibt. Dennoch haben Konjunktur- und Aktienzyklus ihr Ende noch nicht erreicht.



**Guy Miller**  
Chief Market Strategist  
& Head of Macroeconomics

# Inhalt

---

Überblick	<b>02</b>
Global	<b>05</b>
USA	<b>08</b>
Grossbritannien	<b>11</b>
Eurozone	<b>14</b>
Schweiz	<b>17</b>
Japan und Korea	<b>20</b>
China und Taiwan	<b>23</b>
ASEAN und Indien	<b>26</b>
Australien	<b>29</b>

# Global

## Ausblick

- Der Höhepunkt des globalen Wachstums ist wahrscheinlich überschritten, das Tempo des Aufschwungs dürfte jedoch solide bleiben
- Die angespannteren finanziellen Bedingungen werden sich negativ auf die Weltwirtschaft auswirken, während die Zentralbanken die geldpolitischen Anreize zurückfahren
- Die Inflation zieht an, dürfte in diesem Konjunkturzyklus jedoch nicht zum Problem werden

## Auswirkungen

- Die Anleiherenditen der Kernländer werden voraussichtlich steigen, das weitere Aufwärtspotenzial für die Renditen ist dennoch begrenzt
- Wir nehmen Unternehmensanleihen gegenüber eine vorsichtige Haltung ein, da es mittlerweile viele Schwachstellen gibt und die Risiken steigen
- Das robuste Gewinnwachstum, Aktienrückkäufe sowie Fusionen und Übernahmen dürften dafür sorgen, dass die Aktienanleger weiterhin engagiert sind und der Bullenmarkt intakt bleibt

## Risiken

- Das bessere Wachstumsumfeld führt zu Selbstzufriedenheit und geldpolitischen Fehlern
- Der eskalierende Handelsstreit schadet dem Geschäftsklima und den Ausgaben und stört die Weltwirtschaft
- Der hohe Verschuldungsgrad der Unternehmen und die Risiken europäischer Banken stellen Epizentren der Anfälligkeit an den Finanzmärkten dar

---

### **Das globale Wachstum verläuft weniger synchron, ist jedoch stabil und wird von Investitionen und Handel gestützt**

Seit dem Jahreswechsel hat sich das globale Wachstum abgeschwächt. Der Wachstumsaufschwung verläuft inzwischen weniger synchron. So ist das Wachstum in den USA solide, während die Konjunktur in der Eurozone und in Japan nachgelassen hat. Auch in den Schwellenländern fallen die Bedingungen zunehmend unterschiedlich aus und in China zeigen sich mittlerweile erste Anzeichen für eine Abkühlung. Angesichts der anhaltenden Erholung der Investitionen und des stabilen Welthandels sind die verschiedenen Faktoren für das Wachstum jedoch ermutigend. Auch die zugrunde liegenden Fundamentaldaten machen uns Mut, da vor allem in den Industrieländern die starken Arbeitsmärkte nach wie vor die Haushaltseinkommen und das Konsumklima stützen und das Geschäftsklima sich wegen der guten Gewinne verbessert hat. Diese Faktoren dürften bestehen bleiben und das Wachstum in den kommenden sechs bis zwölf Monaten antreiben.

### **Der Höhepunkt des Wachstums ist überschritten, der Gegenwind aber noch relativ gering**

Wir gehen dennoch davon aus, dass der Höhepunkt des Wachstums hinter uns liegt, und erwarten keine erneute Beschleunigung hin zu den lebhaften Wachstumsraten des zweiten Halbjahrs 2017, als ein synchroner Schub das globale Wachstum deutlich über den Trend steigen liess. Gegenwind kommt auf durch die Normalisierung der Geldpolitik, höhere

Ölpreise und eine höhere Kapazitätsauslastung, Faktoren, die zu einem weniger wachstumsfreundlichen Umfeld beitragen. Unseren Erwartungen nach wird das globale Wachstum auf jährlicher Basis stabil bleiben und bei ungefähr 3,2 Prozent im Vorjahresvergleich (gewichtet auf der Basis von Marktwechselkursen) liegen, also unter dem Wachstum des letzten Jahres, aber über dem langfristigen Durchschnitt von 2,8 Prozent. Nach der Jahresmitte 2019 gehen wir allerdings von einer durch die USA ausgelösten Abkühlung der Weltwirtschaft aus, da Kapazitätsengpässe und die aggressivere Geldpolitik der US-Notenbank das Wachstum hemmen werden. Der genaue Zeitpunkt dieser Abkühlung ist natürlich ungewiss, da wir uns aber in einem späten Stadium des Zyklus befinden, erscheint ein vorsichtigerer mittelfristiger Ausblick angebracht.

### **Synchrone Beseitigung von Anreizen, aber noch nicht das Ende des billigen Geldes**

Auf der ganzen Welt ändern Zentralbanken rasch ihren geldpolitischen Kurs. Seit dem Jahreswechsel hat ein Drittel der Zentralbanken (aus unserer Auswahl der 43 wichtigsten) die Zinssätze erhöht. Die Industrieländer dürften mit dieser Straffung umgehen können, da die allgemeinen Bedingungen weiterhin günstig sind. Ausserhalb der USA sind die Leitzinsen extrem niedrig und darüber hinaus hat die EZB zugesichert, bis mindestens Mitte 2019 auf eine Zinserhöhung zu verzichten, während sie das QE-Programm zum Ende des Jahres einstellt. Zudem wird der Weltwirtschaft weiterhin Liquidität zugeführt, da die

BoJ ihre Bilanz noch immer ausweitet, während die EZB noch über viele Jahre hinweg fällige Wertpapiere aus ihrem 2,5 Billionen Euro schweren Anleiheportfolio reinvestieren wird.

### **Die Bedingungen für Schwellenländer sind weniger günstig, aber noch zu verkraften**

Allerdings geraten die Schwellenländer durch die Normalisierung der US-Geldpolitik und den starken US-Dollar unter Druck. Zentralbanken in Asien und Lateinamerika sahen sich bereits gezwungen, ihre Geldpolitik zu straffen, um ihre Währung zu stabilisieren und Devisenreserven zu schützen. Weitere Zinserhöhungen werden folgen. Länder mit anhaltendem Leistungsbilanz-Defizit und einem hohen Anteil von Schulden in US-Dollar sind anfälliger, was erklärt, weshalb unter anderem die Türkei und Argentinien unter Druck geraten sind. Zwar bedeutet dies künftig Gegenwind für das globale Wachstum, wir sehen darin jedoch eher ein lokales Problem mit lediglich begrenzten Auswirkungen auf andere Regionen. Daher gehen wir nicht davon aus, dass diese Entwicklung zu einer Störung des globalen Konjunkturzyklus führen wird.

### **Die Inflation ist kein Problem und ermöglicht den Zentralbanken ein vorsichtiges Vorgehen**

Ein weiterer Grund für den relativ positiven kurzfristigen Ausblick ist, dass die Inflation kein Problem darstellt. Zwar werden globale Überkapazitäten absorbiert und auf vielen

## Globales Wachstum hat Höhepunkt überschritten



Quelle: ZIG, Consensus Economics, Bloomberg

Arbeitsmärkten ist die Lage angespannt, dennoch ist die Lohninflation immer noch sehr niedrig. Daher können die Zentralbanken die Normalisierung der Geldpolitik langsam vornehmen und sie falls nötig sogar aussetzen. Die US-Notenbank möchte die Zinsen anheben, erkennt jedoch an, dass sie Vorsicht walten lassen muss, und betont, dass das Inflationsziel symmetrisch ist. Für die Weltwirtschaft stellt dies eine Schutzvorkehrung dar, falls sich die Bedingungen verschlechtern sollten.

### Die Risiken sind gross, vor allem in Bezug auf den Handel und die Politik in der Eurozone

Das Basisszenario sieht erhebliche Risiken vor. Dabei gelten der Welthandel und die Politik in Italien als potenzielle Auslöser. Es steht viel auf dem Spiel, dennoch gehen wir nicht davon aus, dass sich der Handelsstreit zu einem Handelskrieg entwickelt, in dem Zölle und Handelsbarrieren wie in einem Teufelskreis immer weiter nach oben getrieben werden. Die meisten Länder sind bestrebt, Streitigkeiten durch die WTO beizulegen. Mut machen zudem die jüngsten Schritte zur Reform der WTO, damit sie künftig besser mit strittigen Handelsfragen umgehen kann. Bis auf Weiteres sind wir trotz der grossen Risiken vorsichtig optimistisch, dass Probleme rund um den Welthandel angegangen werden. Unterdessen haben die politischen Ereignisse in Italien erneut die Zukunftsfähigkeit der Eurozone in den Mittelpunkt des Interesses rücken lassen. Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass die Eurozone zusammenbleiben wird. Allerdings ist die Lage instabil und die Integration hin zu einer voll funktionsfähigen Union muss dringend beschleunigt werden.

### Die Anleiherenditen dürften steigen, das Aufwärtspotenzial ist jedoch begrenzt

Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass die Renditen von Staatsanleihen der Kernländer im Begriff sind, wieder zu steigen. Blendet man die jüngsten Entwicklungen, die von den Sorgen um Italien beherrscht wurden, aus, dann befinden sich die Treasury-Renditen seit dem Jahreswechsel in einer höheren Bandbreite. So stiegen die Renditen zehnjähriger Treasuries zum ersten Mal seit 2013 wieder auf über 3 Prozent, auch wenn sich diese

Entwicklung schnell wieder umkehrte. Angesichts des stabilen Wachstums und der steigenden Inflation vermuten wir, dass die Renditen zehnjähriger Treasuries noch etwas höher steigen könnten, das Aufwärtspotenzial jedoch begrenzt ist. Von einer Kaufgelegenheit gehen wir aus, wenn die Renditen die Marke von 3 Prozent überschreiten. Das weitere Aufwärtspotenzial für das Wachstum ist begrenzt. Die Inflation stellt kein Problem dar, die Kurve flacht ab, wie in einer späten Zyklusphase zu erwarten ist, und globale Faktoren drücken die Laufzeitprämie nach unten. Die Renditen von Bundesanleihen sind hingegen nach wie vor von den wirtschaftlichen Fundamentaldaten abgekoppelt und mittlerweile niedriger als zu Beginn des Jahres, da die Nachfrage nach sicheren Anlagen infolge der politischen Risiken wieder zugenommen hat. Während die Kerninflation in Deutschland und in der Eurozone noch immer sehr niedrig ist, zieht die Inflation an, die Arbeitskosten erholen sich und das Wachstum liegt über dem Trend. Zudem normalisiert die EZB die Geldpolitik. Wir erwarten daher, dass die Renditen für Bundesanleihen leicht zulegen, berücksichtigen aber auch, dass die moderate Haltung der EZB die Renditen euro-

päischer Anleihen bis auf Weiteres nach unten drücken dürfte.

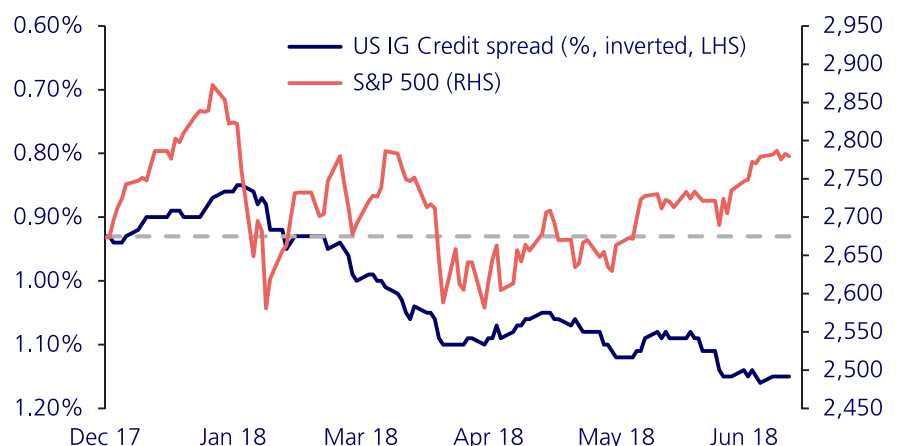
Die Spreads der Peripherieländer der Eurozone werden unserer Einschätzung nach weiter und volatil bleiben als 2017, eine Entwicklung, die auf die politischen Risiken und die Beendigung der quantitativen Lockerung durch die EZB zurückzuführen ist. Die Streitigkeiten der neuen italienischen Regierung mit der EU über die Erhöhung der Regierungsausgaben dürften eine breite Handelsspanne für italienische BTPs zur Folge haben. Ausserdem erwarten wir eine grössere Differenzierung bei den Spreads der Peripherieländer, abhängig von der angenommenen wirtschaftlichen Gesundheit und der politischen Stabilität.

### Die Hochphase der Unternehmensanleihen ist zu Ende

Trotz des noch immer guten Makroumfelds für Aktien werden die Unternehmensanleihe-Spreads wohl kaum wieder so eng wie im Januar. Aus diesem Grund bleiben wir im Bereich der riskanten Anlagen vorsichtig gegenüber Unternehmensanleihen und bevorzugen stattdessen weiterhin Aktien, eine Haltung, die wir nun schon seit einiger Zeit einnehmen.

Leicht verfügbare Liquidität, niedrige Zinssätze und die daraus folgende Suche nach Rendite haben an den Märkten für Unternehmensanleihen einige erkennbare Schwachstellen entstehen lassen. Der Medianwert für den Verschuldungsgrad von Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors liegt sowohl in den USA als auch in Europa so hoch, dass wir eine Welle von Ausfällen erwarten, sobald die Gewinne im Zuge der nächsten Rezession zurückgehen. Bedauerlicherweise für Anleger begünstigt die wirtschaftliche Lage kurzfristig gesehen die Aufnahme von Fremdkapital, was vor allem die Unternehmen in den USA zu Aktienrückkäufen sowie Fusionen und Übernahmen veranlasst. Die europäischen Banken sind nicht nur dem politischen Risiko in Italien ausgesetzt, sondern werden ausserdem durch ihr Engagement in Schwellenländern, in faulen Krediten und durch eine geringe Profitabilität belastet. Verschlimmert wird die Lage durch die Verflechtungen, wie

## Unternehmensanleihen dürften weiterhin schlechter abschneiden als Aktien



Quelle: Bloomberg, Barclays US Agg Corporate

an der bemerkenswerten Underperformance des gesamten Bankensektors zu erkennen war, als die Renditen italienischer Anleihen kürzlich stiegen. Gleichzeitig sind in vielen Ländern aber auch die Verbraucher hoch verschuldet. Neben den oben genannten grundlegenden Schwachstellen stellen ausserdem Phasen schwacher Liquidität, die zu Luftlöchern wie kürzlich in Bezug auf italienische Anleihen führen können, eine strukturelle Schwäche des heutigen Marktes dar, auf die Anleger vorbereitet sein müssen.

Da die Emittenten anfällig sind, wachsen die Risiken. So werden nicht nur die Zinssätze erhöht, die Liquiditätsversorgung reduziert und die Währungen der Schwellenländer fallen. Auch die Chancen eines Handelskriegs, einer Rezession in den USA und vor allem politischer Turbulenzen in Italien sind gestiegen. Darüber hinaus verschlimmert die abflachende Renditekurve die Lage für den Finanzsektor und kündigt zugleich das Ende des Zyklus in den nächsten Jahren an.

Angesichts dessen zahlen sich die Spreads für Anleger kaum aus. Im High-Yield-Segment zum Beispiel können sich die Spreads kaum noch weiter verengen, gleichzeitig müssten Investoren erhebliche Verluste hinnehmen, falls es in den nächsten Jahren zu einer Rezession kommt. Es überrascht uns daher nicht, dass die Investoren Geschäfte meiden und die Geldflüsse an vielen Märkten für Unternehmensanleihen mittlerweile negativ ausfallen. Bei den Unternehmensanleihen bevorzugen wir Kommunalanleihen, ABS und besicherte Anleihen gegenüber Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors und meiden vor allem europäische Banken.

Insgesamt ist es schwierig, die Situation im Bereich der Unternehmensanleihen positiv darzustellen. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass sich die Spreads in nächster Zeit aufblähen, auch wenn es zu Phasen der Volatilität kommen dürfte.

### **Angesichts robuster Fundamentaldaten sind Aktien noch immer die bevorzugte Anlageklasse**

Die Aktienmärkte werden voraussichtlich vom günstigen Makrohintergrund profitieren. Demnach dürfte die Profitabilität hoch und der Bullenmarkt auf seinem Aufwärtstrend bleiben. Dabei handelt es sich um eine starke Mischung, die unseren Erwartungen zufolge den Rest dieses Jahres anhalten wird, wenn es auch ein paar Dellen geben dürfte.

Die Performance fiel im ersten Halbjahr recht enttäuschend aus und wies eine grössere Streuung der Erträge auf sowie ausserdem eine höhere Volatilität als im letzten Jahr. Im Januar liessen umfangreiche Geldflüsse die Aktien steigen, was zu einer überkauften Situation führte. Der unvermeidliche Rückzug wurde durch die zunehmend aggressive Haltung in Bezug auf die Zinssätze sowie geopolitische und Handelsspannungen ausgelöst. Obwohl sich die US-Aktien weitgehend so entwickelt haben, wie von uns vorhergesagt, und die stabilen Unternehmensgewinne die Aktien in die Höhe treiben, haben die meisten anderen Regionen, wie unter anderem die Schwellenländer und die Eurozone, etwas nachgelassen. Die Stärke des US-Dollars sowie politische Probleme in der Türkei, Argentinien, Brasilien und in Italien haben das Vertrauen der Anleger beschädigt.

Mit Blick auf die Zukunft bevorzugen wir weiterhin Aktien als Anlageklasse, da der Bullenmarkt intakt bleiben und den meisten Regionen Auftrieb verleihen dürfte. Die Bewertungen haben sich angesichts der starken Gewinne leicht verbessert und es gibt kaum Anzeichen für übermässigen Optimismus. Die für eine späte Zyklusphase typischen Faktoren sind am Werk. Angesichts starker Cashflows, die die Aktienrückkäufe in die Höhe treiben, und vermehrter Fusionen und Übernahmen werden Aktionäre Anleihehabern gegenüber auch weiterhin im Vorteil sein. Obwohl sich die finanziellen Bedingungen verschärfen, befinden sie sich noch nicht auf einem Niveau, das den Aktienzyklus beenden würde. Für einige der Schwellenländer, insbesondere ausserhalb Asiens, bedeuten sie allerdings Gegenwind. Japanische Aktien und Aktien der Eurozone besitzen angesichts des steigenden Gewinnwachstums und des günstigen Zinsumfeldes noch immer erhebliches Potenzial. Wegen der italienischen Politik und der Handelsprobleme, die Deutschland bevorstehen könnten, ist Vorsicht aber dennoch angebracht. Eine Reihe von US-Indizes haben neue Höchststände erreicht, was Gutes für den Markt allgemein verheisst. Wir vermuten, dass der Technologiesektor seine Führungsrolle aufgrund der Gewinne, Investitionen und der Eigenkapitalrendite bis auf Weiteres behält. Dies dürfte dafür sorgen, dass das Anlegervertrauen hoch bleibt. Allerdings gehen wir durchaus weiterhin von vereinzelt Gewinnmitnahmen aus und davon, dass Aktien in Mitleidenschaft gezogen werden, sollten die Gewinnerwartungen verfehlt werden.

## Ausblick

- Die Wirtschaftsdynamik ist nach wie vor stark, die Konsumausgaben werden aber wohl kaum deutlich steigen
- Aufgrund des positiven Ausblicks und des zunehmend angespannten Arbeitsmarktes werden die Unternehmen die Investitionen erhöhen
- Die Inflation zieht langsam an und die US-Notenbank ist gewillt, sie das Ziel überschreiten zu lassen

## Auswirkungen

- Die Anleiherenditen dürften weiter steigen, gleichzeitig rückt eine Inversion der Renditekurve näher
- Unternehmensanleihen werden voraussichtlich hinter Aktien zurückbleiben und vor allem bei Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors ist Vorsicht angebracht
- Für Aktien bleibt das Umfeld günstig, die Turbulenzen werden jedoch zunehmen

## Risiken

- Die Handelsrhetorik und protektionistische Massnahmen stören das Wachstum und verschrecken die Anleger am Aktienmarkt
- Die US-Notenbank geht zu aggressiv vor und verschärft die Geldpolitik stärker, als die Wirtschaft aushalten kann
- Unternehmen tätigen keine Investitionen, da die politische Unsicherheit den Ausblick trübt und sich die finanziellen Bedingungen verschärfen

### Die Ausgaben der Privathaushalte sind stark, dürften aber kaum weiter steigen

Die US-Wirtschaft erlebt den zweitlängsten Aufschwung seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs und wächst nach wie vor in solidem Tempo, auch wenn sich die Dynamik von einer annualisierten Wachstumsrate von 2,9 Prozent im vierten Quartal des letzten Jahres auf 2,2 Prozent im ersten Quartal dieses Jahres verlangsamt hat. Der Hauptgrund für die Abkühlung des Wachstums waren die sinkenden Ausgaben der Privathaushalte. So wuchsen die persönlichen Konsumausgaben im ersten Quartal lediglich um 1,0 Prozent, was die niedrigste Rate seit dem vierten Quartal 2009 bedeutet. Wir gehen zwar davon aus, dass sich die Konsumausgaben von der Schwächephase im ersten Quartal erholen werden, ein deutlicher Anstieg in den kommenden zwölf Monaten erscheint jedoch wenig wahrscheinlich. Die Werte für das Konsumklima liegen seit über einem Jahr so hoch wie seit vielen Jahren nicht mehr, die Ausgaben sind jedoch nicht entsprechend gestiegen. Bei den Fahrzeugverkäufen wurde der Höhepunkt offenbar Ende letzten Jahres erreicht und die Kaufabsichten der Haushalte hinsichtlich grösserer Anschaffungen stagnieren.

Ein wichtiger Stützpfeiler für die US-Wirtschaft ist nach wie vor der Wohnungsmarkt. Die Stimmung unter den Wohnungsbauunternehmen erreicht noch immer nahezu die höchsten Werte seit der Rezession, was zeigt, dass die Bautätigkeit das Wachstum weiterhin unterstützt. Dennoch sind sowohl die Absichten der Haushalte, Häuser zu kaufen, als auch die Zahl der Hypothekenanträge zurückgegangen. Die höheren Hypothekenzinsen haben sich bisher anscheinend nicht in erheblichem

Masse auf den Verkauf neuer Häuser ausgewirkt. Allerdings wird die Tatsache, dass Hausbesitzer nicht länger in der Lage sein werden, ihre Hypotheken zu niedrigeren Zinsen zu refinanzieren und Geldmittel verfügbar zu machen, einen dämpfenden Effekt auf die Konsumausgaben haben.

Auch bei den Verbraucherkrediten geht das Wachstum zurück, da sich die Bedingungen für Kreditkarten- und Autokredite in den letzten Monaten weiter verschärft haben. Die gesunde Beschäftigungssituation wird die Konsumausgaben dennoch weiter stützen, da mehr Arbeitsplätze geschaffen werden und das Lohnwachstum in Fahrt kommt. Allerdings fällt das Wachstum angesichts des angespannten Arbeitsmarktes noch relativ schwach aus.

### Unternehmen haben zunehmend Schwierigkeiten, offene Stellen zu besetzen

Die Arbeitslosenquote sank im Mai auf 3,8 Prozent, den tiefsten Stand seit Jahrzehnten, und erreichte damit einen Wert, wie er zuletzt im April 2000 gemessen wurde. Das Wachstum des durchschnittlichen Stundenlohns betrug 2,7 Prozent im Vorjahresvergleich. Auch der allgemeinere Beschäftigungskostenindex lag 2,7 Prozent höher als im März letzten Jahres. Dies ist zwar der höchste Wert seit dem Ende der Finanzkrise, er liegt aber immer noch deutlich unter dem Niveau vor der Krise. Da die Inflation im Mai auf 2,8 Prozent im Vorjahresvergleich anstieg, fällt das reale Lohnwachstum weiterhin gering aus. Das niedrige Wachstum des durchschnittlichen Stundenlohns ist zum Teil dadurch zu erklären, dass viele ältere Arbeitskräfte in den Ruhestand gehen. Sie verdienen im Durchschnitt

mehr als Arbeitskräfte, die neu in den Arbeitsmarkt eintreten. Auf diese Weise hat die demografische Entwicklung eine dämpfende Wirkung auf den Durchschnittslohn. Aufgrund der gesunden Beschäftigungssituation gehen wir aber dennoch davon aus, dass die Löhne in diesem Jahr weiter steigen werden.

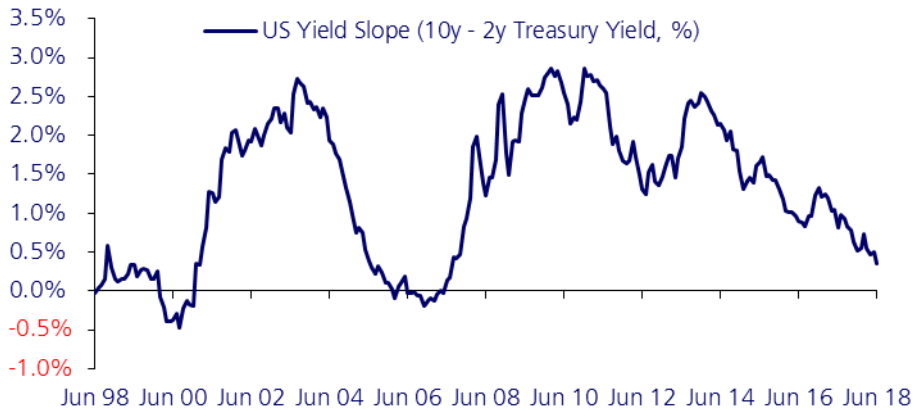
Ein weiteres Anzeichen für die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt ist die Tatsache, dass es zum ersten Mal seit Beginn der Aufzeichnungen mehr offene Stellen als Arbeitslose gibt. Dies zeigt die Diskrepanz zwischen der Qualifikation und den Anforderungen auf dem Arbeitsmarkt, die in einigen Unternehmensumfragen angesprochen wird, und unterstreicht die Herausforderungen, denen sich die Unternehmen bei der Besetzung offener Stellen vermehrt gegenübersehen. Die entsprechende Komponente der NFIB-Umfrage zu kleinen Unternehmen liegt nahe dem höchsten Wert, der jemals gemessen wurde.

### Investitionen dürften das Wachstum stützen, Gegenwind könnte jedoch von der Unsicherheit in Bezug auf den Handel kommen

Die Stimmung unter den Unternehmen ist nach wie vor äusserst positiv und die Geschäftsklimaindikatoren erreichen die höchsten Werte seit vielen Jahren oder befinden sich in deren Nähe. Dennoch hat der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe, der im Februar noch auf dem höchsten Wert seit 14 Jahren lag, seitdem eine Trendwende vollzogen und obwohl die starken Auftragsengänge für eine Fortsetzung der stabilen Geschäftstätigkeit sprechen, erreicht die entsprechende Komponente der Umfrage nicht länger das Niveau, das noch zum Jahreswech-



## Die US-Renditekurve hat sich deutlich abgeflacht



Quelle: Bloomberg

sel gemessen wurde. Ein ähnliches Bild ergibt sich im Dienstleistungssektor, auch dort blieben die Erholung der Stimmung und die Auftrageingänge hinter den jüngsten Höchstwerten zurück.

Angesichts des stabilen Wirtschaftswachstums und der immer angespannteren Lage auf dem Arbeitsmarkt dürften die Unternehmen ihre Investitionsausgaben erhöhen. Die inländischen privaten Bruttoinvestitionen stiegen im ersten Quartal um eine annualisierte Rate von 7,2 Prozent, die über dem Fünfjahresdurchschnitt von 2,8 Prozent liegt. Die Ausrüstungsinvestitionen erreichten Ende des letzten Jahres den höchsten Stand seit 2014, gingen jedoch im ersten Quartal dieses Jahres wieder zurück. Wir erwarten zwar, dass die Investitionen das Wachstum weiter unterstützen, die Abschwächung der Konsumausgaben können sie aber nur zum Teil ausgleichen.

Eines der Risiken, denen die Wirtschaft ausgesetzt ist, sind die zunehmenden Spannungen mit den Handelspartnern, da die Trump-Regierung ihrer protektionistischen Rhetorik inzwischen Taten folgen lässt. Bisher haben die verhängten Zölle und die schärfer werdenden Wortgefechte zum Thema Handel keine erheblichen Auswirkungen auf die inländische Wirtschaftsdynamik gehabt. Angesichts der wachsenden Unsicherheit in Bezug auf künftige Handelsbeziehungen und Lieferketten könnte das Risiko einer Ausweitung der Handelsbeschränkungen und einer möglichen Vergeltung der Handelspartner der USA allerdings die Investitionsbereitschaft der Unternehmen dämpfen. Wir sind der Ansicht, dass ein ausgewachsener Handelskrieg vermieden werden kann, dennoch könnten die aggressive Rhetorik, willkürlich verhängte Zölle und Vergeltungsmassnahmen anderer Länder Gegenwind für inländische Investitionen bedeuten.

### Zölle haben kaum Auswirkungen auf Import- und Inlandspreise

Die bisher verhängten Zölle werden keine erheblichen Auswirkungen auf die Inflation durch höhere Importpreise oder gestiegene Preise im Inland haben. Sollte die Trump-Regierung jedoch ihre Drohungen wahr machen und weitere Zölle auf ein breites Spektrum von Importen verhängen, könnte sich

dies letzten Endes in höheren Verbraucherpreisen niederschlagen. Die Gesamtverbraucherpreis-inflation stieg im Mai auf 2,8 Prozent im Vorjahresvergleich, den höchsten Wert seit über sechs Jahren. Die höheren Energiepreise waren zwar ein wesentlicher Faktor für das Anziehen der Inflation, der Anstieg erfolgte jedoch auf breiter Basis, wie die erneute Beschleunigung der Kernverbraucherpreis-inflation auf 2,2 Prozent zeigt. Zu dem deutlichen Anstieg seit März kam es, weil die aggressiven Preisnachlässe bei Mobiltelefonen aus dem Jahresvergleich gefallen sind. Die Kernverbraucherpreis-inflation befindet sich nun wieder auf dem Stand, auf dem sie 2016 grösstenteils war. Auch der PCE-Kernindex, die bevorzugte Messgrösse für die Inflation der US-Notenbank, hat zuletzt positive Anzeichen erkennen lassen und lag im Juni bei 1,9 Prozent im Vorjahresvergleich. Die Kerninflation dürfte im Laufe des Jahres weiter leicht anziehen, sodass die US-Notenbank ihr Inflationsziel voraussichtlich relativ schnell erreichen wird.

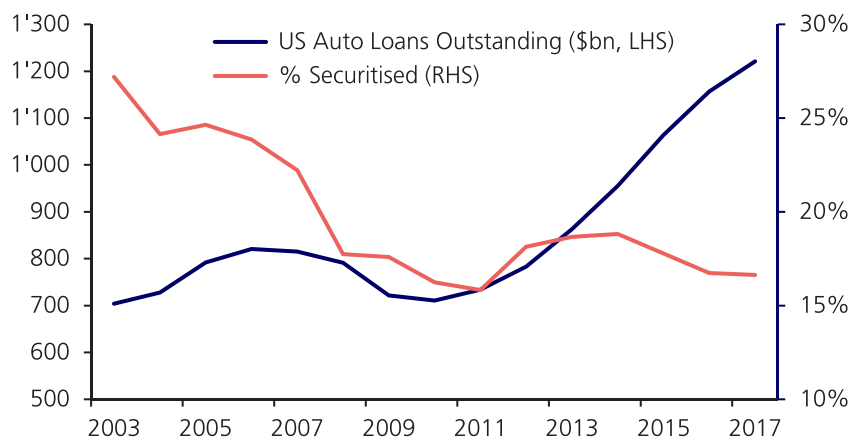
### Die US-Notenbank geht davon aus, dass die Inflation ihr Ziel übertrifft

Da die Arbeitslosenquote unter dem von der US-Notenbank geschätzten neutralen Niveau

liegt und das Inflationsziel sich in Reichweite befindet, möchte das FOMC die Umstellung von einer unterstützenden hin zu einer eher neutralen Geldpolitik fortsetzen. Nachdem sie in diesem Jahr bereits zwei Zinserhöhungen vorgenommen hat, signalisiert die US-Notenbank zwei weitere Erhöhungen für 2018, die wahrscheinlich im September und im Dezember erfolgen werden. Angesichts ihrer Prognosen für ein BIP-Wachstum über sowie eine Arbeitslosenquote unter den langfristigen Werten bis 2020 rückt nun die Inflation in den Mittelpunkt. Interessanterweise beabsichtigt das FOMC, die Zinssätze bis weit in das Jahr 2019 unter dem zu halten, was es als neutrales Niveau definiert, und das, obwohl die Inflation seinen Vorhersagen zufolge in diesem Jahr das Ziel erreichen wird und in den kommenden zwei Jahren auf über 2 Prozent steigen dürfte. Die US-Notenbank unterstreicht auf diese Weise, dass sie von einem symmetrischen Inflationsziel ausgeht.

Die leicht beschleunigte Entwicklung der erwarteten Zinserhöhungen hat sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Renditen steigen lassen. Obwohl die Absicht der US-Notenbank, eine höhere Inflation in Kauf zu nehmen, sich nicht wesentlich auf die Inflationserwartungen der Investoren ausgewirkt hat, dürfte sie dennoch für eine steigende Inflationsunsicherheit sorgen und so die Risikoprämien für längerfristige Anleihen erhöhen, was wiederum die Renditen nach oben treibt. Allerdings dürfte sich die Renditekurve weiter abflachen. So fiel der Spread zwischen zehnjährigen und zweijährigen Treasuries im Juni auf den tiefsten Stand seit 2007. Sollte der jüngste Trend anhalten und die US-Notenbank bereit sein, ihre geplanten Zinserhöhungen fortzusetzen, würde sich die Renditekurve im Laufe der kommenden zwölf Monate umkehren, eine Entwicklung, die sich in der Vergangenheit als zuverlässiger Indikator für eine bevorstehende Rezession erwiesen hat. Dies würde unserer Einschätzung entsprechen, dass sich das Wirtschaftswachstum 2019 verlangsamen wird, da die Wirtschaft an ihre Kapazitätsgrenzen stösst und angespanntere finanzielle Bedingungen zunehmend Gegenwind für das Wachstum bedeuten.

## In den USA ist die Verbriefung selektiver als die Kreditvergabe



Quelle: Federal Reserve Bank of NY, Sifma

## **Unternehmensanleihe-Spreads haben ihre Tiefstände überwunden**

Unternehmensanleihen dürften vor allem im Vergleich zu Aktien zurückbleiben. Von dieser Einschätzung sind wir vor allem in Bezug auf die USA überzeugt.

Die US-Unternehmen verbuchten ein starkes Gewinnwachstum, das von der Steuerreform zusätzlich angetrieben wurde. Allerdings ist der Verschuldungsgrad höher als in den Tiefen der Rezession von 2009 und es gibt keine Anzeichen dafür, dass die Unternehmensführungen eine Verringerung der Schulden anstreben. Eine mögliche Rezession 2019 oder 2020 könnte eine Welle von Herabstufungen, Ausfällen und Umstrukturierungen nach sich ziehen, falls die Unternehmen nicht bis dahin ihre Schulden abbauen, was jedoch höchst unwahrscheinlich ist. Zudem ist die Geldpolitik in den USA weiter fortgeschritten und höhere Zinssätze und Renditen wirken sich negativ auf die Unternehmensanleihen aus. Dies gilt insbesondere für anfällige High-Yield-Unternehmen, die schon jetzt Schwierigkeiten haben, ihre Schulden zu bedienen. Darüber hinaus schrauben die Zentralbanken, einschliesslich der US-Notenbank, die aussergewöhnliche Liquiditätsversorgung langsam zurück, während Unternehmensanleihe-Fonds Abflüsse verzeichnen, insbesondere im High-Yield-Bereich. Infolgedessen geraten die Primärmärkte etwas ins Stottern, da die Bereitschaft der Investoren, sich auf riskante Geschäfte einzulassen, abgenommen hat.

Wir nehmen daher eine vorsichtige Haltung ein, vor allem in Bezug auf US-Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors. Dieser befindet sich zwar grundsätzlich in besserer Verfassung, aufgrund der flachen Renditekurve, steigender Rückstellungen und der Aufweichung der Vorschriften wird die Lage für Kreditgeber aber voraussichtlich nicht besser werden als sie es derzeit ist.

Wir bevorzugen ABS und Kommunalanleihen. Angesichts ihrer unkorrelierten Renditen, hohen Qualität, hohen Verwertungsquoten und allgemein erwarteten niedrigen Ausfallquoten bleiben wir bei unserer positiven Haltung gegenüber Kommunalanleihen. Aus Renditeperspektive hat sich der steuerbereinigte Wert seit der Steuerreform allerdings verringert. Wir erwarten dennoch keine wesentlichen negativen Auswirkungen auf die Renditen, da sich das Angebot an ein niedrigeres Niveau angepasst hat und die mögliche Aufnahme in die HQLA-Sicherheiten für Banken die Nachfrage ankurbeln dürfte. Im Gegensatz zu US-High-Yield-Anleihen beispielsweise sind die Zuflüsse positiv. Ausserdem bevorzugen wir US-amerikanische ABS, trotz der Verschuldung der Verbraucher und der steigenden Zahl überfälliger Forderungen. Der Grund hierfür ist, dass der Investorenschutz seit der Finanzkrise ausgeweitet wurde und die Breakeven-Ausfallquoten selbst bei Subprime-ABS-Emittenten wesentlich höher sind als erwartet.

Insgesamt bleiben wir bei unserer vorsichtigen Haltung in Bezug auf US-Unternehmensanleihen gegenüber Aktien, gehen jedoch nicht davon aus, dass derzeit das unmittelbare Risiko einer plötzlichen Spreadausweitung besteht.

## **Stabile Gewinne heizen die Aktienmärkte an, aber die Handelsspannungen sind ein Risiko**

Nach einer volatilen Phase, die auf die Korrektur im Februar folgte, hat der Aktienmarkt wieder Tritt gefasst. Der S&P 500 hat einen Grossteil seiner Verluste wiedergutmacht, während der NASDAQ und der Russell 2000 Small Cap Index neue Rekordstände erreicht haben. Die Unternehmen im S&P 500 haben im ersten Quartal herausragende Gewinne ausgewiesen und die bereits optimistischen Umsatz- und Gewinnerwartungen noch über-

troffen. So wuchsen die Gewinne verglichen mit dem gleichen Zeitraum im letzten Jahr um nahezu 24 Prozent. Dafür waren zu einem erheblichen Teil die von der Trump-Regierung eingeführten Steuersenkungen verantwortlich. Aber auch die Umsätze legten um solide 8,2 Prozent im Vorjahresvergleich zu, was auf das positive Wirtschaftsumfeld zurückzuführen ist.

Die Bewertungen sind zwar hoch, aber die Rahmenbedingungen für Aktien bleiben weiterhin positiv. Die Geschäftstätigkeit ist lebhaft und die Gewinne werden auch künftig solide wachsen. Dennoch erwarten wir für die Zukunft weitere Turbulenzen, da die angespannteren finanziellen Bedingungen zunehmend Gegenwind bedeuten und die protektionistische Rhetorik und die damit verbundenen Massnahmen die Investoren verschrecken dürften.

# Grossbritannien

---

## Ausblick

- Die britische Wirtschaft gerät weiter unter Druck und das Wachstum dürfte schwach bleiben
- Angesichts der anhaltenden Unsicherheit rund um den Brexit zögern die privaten Haushalte, ihre Ausgaben zu erhöhen, und die Unternehmen verzichten auf Investitionen
- Die Inflation hat sich stabilisiert, wird aber voraussichtlich bis auf Weiteres über dem Ziel liegen

## Auswirkungen

- Die Anleiherenditen dürften sich erholen, das Aufwärtspotenzial ist jedoch begrenzt
- In Bezug auf Unternehmensanleihen ist Vorsicht angebracht, da die Banken anfällig für Risiken aus Europa und durch den Brexit bleiben
- Aktien sind preiswert, die Volatilität ist aber nach wie vor hoch, da das britische Pfund vor dem Brexit weiterhin schwankt

## Risiken

- Innerhalb der Regierungspartei wird kein Kompromiss erzielt und Grossbritannien verlässt die EU ohne Austrittsabkommen
- Unüberbrückbare Differenzen zwischen den verschiedenen Gruppierungen innerhalb der Tory-Partei führen zur offenen Rebellion und zu Neuwahlen
- Die Wirtschaft gerät ins Stocken, da Verbraucher und Unternehmen aufgrund der politischen Risiken und der unsicheren Zukunft keine Ausgaben tätigen

---

### Die britische Wirtschaft gerät weiter unter Druck

Das Wirtschaftswachstum kam im ersten Quartal beinahe zum Erliegen. So wuchs das BIP lediglich um 0,1 Prozent im Vergleich zum vorangegangenen Quartal, nachdem es im vierten Quartal 2017 noch um 0,4 Prozent zugelegt hatte. Eine wichtige Rolle bei dieser Abschwächung spielte das ungewöhnlich schlechte Wetter, das sich auch in der relativ deutlichen Kontraktion der Bautätigkeit niederschlug. Der Gegenwind für die Ausgaben der Privathaushalte, der die Konsumausgaben 2017 belastete, ist allerdings immer noch vorhanden. So stiegen die Ausgaben der Privathaushalte lediglich um 0,2 Prozent im Vergleich zum vorangegangenen Quartal. Dies ist die niedrigste Wachstumsrate seit dem vierten Quartal 2014.

Zu den grössten Belastungen für die Konsumausgaben gehörte unter anderem die sinkende Kaufkraft, da die Inflation den Anstieg der Löhne mehr als ausgeglichen hat. Die privaten Haushalte haben sich durch eine Verringerung der Sparquote an die sinkenden Realeinkommen angepasst und möglicherweise werden sie dies auch weiterhin tun. Das Potenzial und die Bereitschaft für weitere Senkungen sind jedoch begrenzt, vor allem da das Konsumklima nach wie vor von der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit belastet wird. Die jüngsten Umfragen, aus denen hervorgeht, dass die Sparabsichten das höchste Niveau seit der Finanzkrise erreicht haben, unterstreichen dies. Insgesamt hat sich das Konsumklima stabilisiert. Dies gilt auch für die Absichten der privaten Haushalte, grössere Anschaffungen vorzunehmen, sowie für die Wahrnehmung der eigenen finanziellen Situation.

### Die Reallöhne steigen endlich wieder

Die Reallöhne steigen erst seit kurzem wieder. Im Mai ging die Verbraucherpreisinflation auf 2,4 Prozent im Vorjahresvergleich zurück, während das durchschnittliche Wocheneinkommen gleichzeitig um 2,8 Prozent im Vorjahresvergleich wuchs. Auf diese Weise wird der Druck durch das geringe Wachstum der realen Einkommen gemildert und die Konsumausgaben werden gestützt, auch wenn ein starker Anstieg wohl wenig wahrscheinlich ist. Das Wachstum der Verbraucherkredite hat sich im März deutlich verringert, was zum Teil daran liegt, dass sich die Bedingungen für Verbraucherkredite verschärft haben. Ausserdem sind die Hypothekenbewilligungen sowohl für Hauskäufe als auch für Umschuldungen seit Anfang des Jahres zurückgegangen. Letztere hatten die Konsumausgaben in den vergangenen Jahren gestützt.

Das relativ gedämpfte Umfeld für die Ausgaben der Privathaushalte schlägt sich auch in der verhaltenen Aktivität auf dem Wohnungsmarkt nieder. So sank die Hauspreisinflation in Grossbritannien im Mai auf 3,9 Prozent im Vorjahresvergleich, nach einem Höchstwert von nahezu 10 Prozent im Jahr 2014 und etwa 8 Prozent vor dem Brexit-Referendum. In der Region London fiel der Rückgang besonders deutlich aus. Dort gingen die Hauspreise im ersten Quartal zum ersten Mal seit der Finanzkrise zurück. Angesichts der Unsicherheit rund um den Brexit ist es unwahrscheinlich, dass die Hauspreise in London in naher Zukunft erheblich zulegen werden. Im Jahr 2017 erfuhr das Wirtschaftswachstum noch solide Unterstützung durch Wohnungsinvestitionen. Diese Unterstützung wird nun jedoch voraussichtlich schwächer ausfallen, da die Immobilienkäufe im Laufe des Jahres nachlassen dürften.

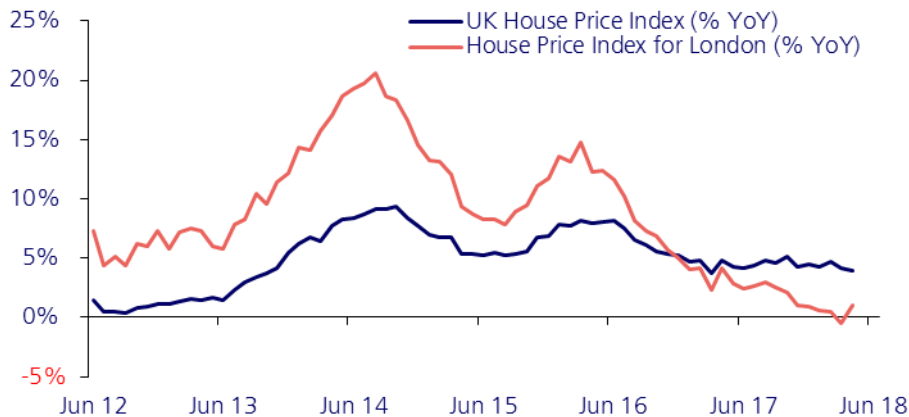
### Das Wirtschaftswachstum dürfte schwach bleiben

Während die Privathaushalte durch die sinkende Kaufkraft unter Druck geraten, hat sich der Unternehmenssektor bisher recht gut gehalten. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe legte im Mai leicht zu auf 54,4, was auf eine weitere Expansion hindeutet. Schaut man jedoch genauer hin, dann wird deutlich, dass die steigende Aktivität vor allem auf Unternehmen zurückzuführen ist, die Arbeitsrückstände abbauen. Bei den Auftragseingängen wurde hingegen der schwächste Zuwachs seit fast einem Jahr verzeichnet. Angesichts der eher mässigen Aussichten scheinen sich die Unternehmen bei der Einstellung neuer Mitarbeiter zurückzuhalten, was sich vor allem im Konsumsektor bemerkbar macht und wiederum den Druck auf die Ausgaben der Privathaushalte widerspiegelt.

Der Dienstleistungssektor wächst nach wie vor langsam, da die Unsicherheit im eigenen Land die Entscheidungsfindung potenzieller Kunden behindert. Obwohl sich der Sektor zuletzt von seiner Schwäche am Ende des ersten Quartals erholt hat, war der jüngste Zuwachs an neuer Arbeit insgesamt einer der schwächsten seit dem Sommer 2016. Der Kostendruck infolge steigender Löhne und höherer Inputkosten belastet die Unternehmen weiterhin. Gleichzeitig berichten sie, dass ihre Preisgestaltungsmacht nach wie vor begrenzt ist. Der geringste Anstieg der durchschnittlichen Verkaufspreise seit fast einem Jahr bestätigt dies.

Der Wirtschaftsausblick bleibt schwach, angesichts der politischen Unsicherheit ist es trotz des angespannten Arbeitsmarktes un-

## Die Hauspreise in London sinken



Quelle: Bloomberg

wahrscheinlich, dass die Unternehmen ihre Investitionen deutlich erhöhen. Ausserdem fiel der Beitrag des Aussenhandels zum Wachstum eher enttäuschend aus, wenn man die Stärke des globalen Aufschwungs und die schwache Währung berücksichtigt. Da das globale Wachstum seinen Höhepunkt wohl überschritten hat und der Kurs des britischen Pfunds wieder höher liegt, als über weite Strecken des Jahres 2017, sind deutliche Impulse seitens des Handels unwahrscheinlich. Auch von öffentlicher Seite ist keine grosse Unterstützung zu erwarten, da die Haushaltskonsolidierung dem Vernehmen nach fortgesetzt wird.

### Kaum Fortschritte bei den Brexit-Verhandlungen

Obwohl weniger als ein Jahr Zeit bis zum Brexit bleibt, gibt es kaum Fortschritte in Bezug auf das künftige Verhältnis zwischen der EU und Grossbritannien. Eines der grössten Hindernisse in den Verhandlungen ist noch immer die Frage, wie eine «harte Grenze» zwischen der Republik Irland und Nordirland vermieden werden kann. Sämtliche Vorschläge zur Lösung dieses Problems wurden bisher entweder von der EU abgelehnt, oder aber sie trafen auf erheblichen Widerstand in der Regierungskoalition. Da die Zeit schon bald nicht mehr ausreichen wird, um die Einzelheiten eines künftigen Abkommens auszuhandeln, scheint es wahrscheinlich, dass der Status quo über den März 2019 hinaus beibehalten wird. Dies könnte bedeuten, dass Grossbritannien während der Übergangsphase Mitglied in der Zollunion bleibt.

Die jüngsten Vorschläge von Theresa May, einschliesslich einer Freihandelszone mit der EU für Industriegüter und landwirtschaftliche Produkte, fanden bei den Brexit-Befürwortern in ihrem Kabinett keine Zustimmung. Brexit-Minister David Davis und Aussenminister Boris Johnson traten von ihren Regierungsämtern zurück, da Mays Pläne Grossbritannien ihrer Meinung nach zu eng an die EU binden würden. Die Rücktritte offenbaren die tiefe Spaltung innerhalb Mays Partei und erhöhen das Risiko, dass der Premierministerin aufgrund ihrer Brexit-Politik die Führungsposition streitig gemacht werden könnte.

### Die BoE verzichtet vorerst auf Zinserhöhungen, beabsichtigt aber weiterhin, die Zinsen anzuheben

Auch für die geplante Normalisierung der Geldpolitik durch die Bank of England stellt die anhaltende Unsicherheit rund um den Brexit eine Herausforderung dar. Obwohl sie zunächst deutlich signalisiert hatte, die Zinsen anheben zu wollen, verzichtete die BoE bei ihrer Sitzung im Mai darauf, da das BIP-Wachstum im ersten Quartal schwächer ausfiel als erwartet und die Inflation stärker zurückging als prognostiziert. Dennoch wird die Inflation auf absehbare Zeit über dem Ziel liegen. Die neuerliche Schwäche des britischen Pfunds und der Anstieg der Energiepreise dürften Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Die BoE behält den angespannten Arbeitsmarkt im Auge und geht davon aus, dass der Kostendruck im Inland erhöht bleibt. Die Entscheidung, die Zinsen unverändert zu lassen, fiel dementsprechend nicht einstimmig. Das MPC scheint die Zinsen wenn möglich anheben zu wollen. Es bleibt aber schon jetzt nicht mehr viel Zeit dafür, bis vor dem tatsächlichen Brexit erneut Spannungen aufkommen. Daher ist es wahrscheinlich, dass die BoE die Zinsen in den kommenden Monaten erhöht, sofern

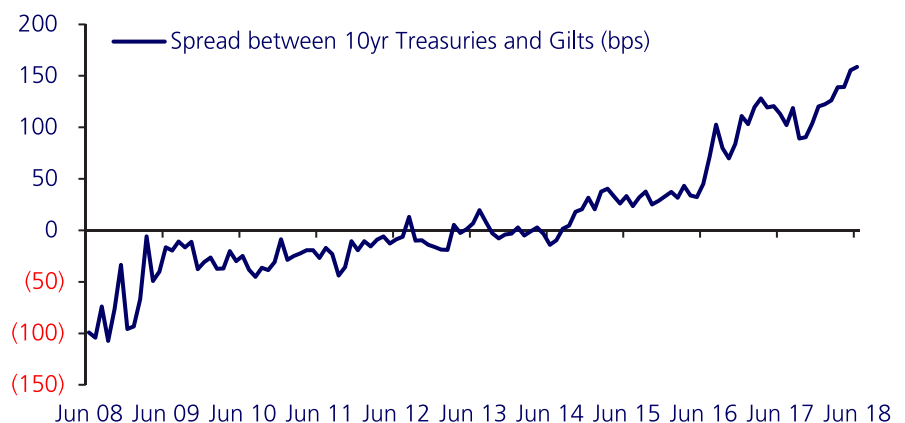
die Wirtschaft im zweiten Quartal Anzeichen einer Erholung zeigt.

Gestützt durch die aggressive Zentralbank stiegen die längerfristigen Gilt-Renditen zwar kurzzeitig auf den höchsten Stand seit Anfang 2016, nach der Entscheidung der BoE gegen eine Zinserhöhung gingen sie jedoch schnell wieder zurück. Der Spread zwischen zehnjährigen US-Treasuries und Gilt hat einen Rekordwert erreicht, was auf den unterschiedlichen Ausblick in Bezug auf die Geldpolitik zurückzuführen ist. Wir erwarten, dass die Renditen erneut steigen, da sich die Wirtschaft erholen dürfte und die BoE weiterhin signalisiert, die Geldpolitik normalisieren zu wollen. Das Aufwärtspotenzial für Gilt-Renditen scheint allerdings begrenzt, da sich der wirtschaftliche Ausblick kaum wesentlich verbessern und die Unsicherheit in Verbindung mit dem Brexit so schnell nicht schwinden wird.

### Auf britische Pfund lautende Unternehmensanleihen anfällig aufgrund der Banken

Wir nehmen generell eine vorsichtige Haltung gegenüber globalen Unternehmensanleihen ein, insbesondere verglichen mit Aktien, und dies gilt auch für auf britische Pfund lautende Unternehmensanleihen. Diese könnten im schlimmsten Fall einer doppelten Belastung ausgesetzt sein, zum einen durch ergebnislose Brexit-Verhandlungen und zum anderen durch die politischen Risiken in Europa, vor allem in Italien. Diese doppelte Belastung würde sich mit hoher Wahrscheinlichkeit bei Banken bemerkbar machen, die bei den auf britische Pfund lautenden Unternehmensanleihen unserer Ansicht nach das fragilste Segment darstellen. Mit Vermögenswerten im Gesamtwert von mehr als 400 Prozent des BIP gehören die britischen Banken zu den grössten der Welt und sind gleichzeitig den europäischen Risiken in erheblichem Masse ausgesetzt. Darüber hinaus emittieren die europäischen Banken in erheblichem Umfang in britischen Pfund. Folglich stellen die Probleme in Italien und die Schwäche der europäischen Banken eine zentrale Schwachstelle von auf Pfund lautenden Unternehmensanleihen dar, während Investoren zugleich dem Brexit ausgesetzt sind.

### Treasury-Gilt-Spread steigt angesichts des nahenden Brexit



Quelle: Bloomberg

Unserer Ansicht nach bieten britische ABS verglichen mit Banken und auch mit Unternehmen, die ziemlich hoch verschuldet sind, ein besseres Risiko-Rendite-Verhältnis. Dies gilt insbesondere für Kreditkarten und Geschäfte in Verbindung mit Hypotheken. Der britische ABS-Markt ist nach wie vor einer der aktivsten in Europa und machte in den letzten Jahren über verschiedene Teilsektoren hinweg etwa 25 Prozent des ausgegebenen Volumens aus. Nachdem das Term Funding Scheme der Bank of England im letzten Februar ausgelaufen ist, erwarten wir einen leichten Anstieg der ABS-Emission zu Finanzierungszwecken, insbesondere durch spezialisierte Kreditgeber und mittelgrosse Banken im Hypothekenbereich.

Trotz der nachlassenden Dynamik bei den Hauspreisen und dem schwächeren Konsumklima ist die Performance der zugrunde liegenden Hypothekendarlehenportfolios noch immer solide. Ausserdem bieten bessere strukturelle Merkmale und hohe Überschussmargen ein ausreichendes Polster, um mögliche Belastungen durch die Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Brexit aufzufangen.

### **Britische Aktien sind günstig, erfahren durch die Schwankungen des Pfunds aber Volatilität**

Begünstigt durch das schwächere Pfund und steigende Ölpreise haben sich britische Aktien im zweiten Quartal deutlich erholt. Dennoch ist der britische Aktienmarkt nach wie vor einer der unbeliebtesten und am deutlichsten untergewichteten Märkte. Die Bewertungen sind relativ günstig, aber die Unsicherheit im Hinblick auf die künftigen Beziehungen zwischen Grossbritannien und seinem wichtigsten Handelspartner belastet die britischen Unternehmen.

Zwar trifft es zu, dass die Unternehmen im FTSE 100 den grössten Teil ihrer Erträge im Ausland erzielen und deshalb von der schwächeren Währung profitieren. Da jedoch das Datum des Brexit immer näher rückt, warten die Investoren lieber ab. Trotz alledem sind die Bewertungen relativ günstig und der britische Aktienmarkt bietet in einem Umfeld niedriger Renditen eine attraktive Dividende. Wir gehen davon aus, dass britische Aktien den Abstand zu ihren internationalen Wettbewerbern langfristig verringern werden. Investoren müssen sich jedoch auf erhöhte Volatilität gefasst machen, da vor dem März 2019 mit wilden Schwankungen des britischen Pfunds zu rechnen ist.

# Eurozone

## Ausblick

- Trotz der Abkühlung im ersten Halbjahr dürfte die starke Binnennachfrage dafür sorgen, dass das Wachstum 2018 weiterhin über dem Trend liegt
- Die EZB stellt das QE-Programm im vierten Quartal 2018 ein, kündigt aber an, für mehr als ein Jahr auf Zinserhöhungen zu verzichten
- Populistische Parteien dürften in Wahlen und Umfragen weiter gut abschneiden

## Auswirkungen

- An den Märkten für Staatsanleihen der Eurozone dürfte es zu vereinzelt volatilen Phasen kommen
- Wir bleiben bei unserer vorsichtigen Haltung gegenüber Unternehmensanleihen, da die europäischen Banken der Anlegerkategorie erhebliche Fragilität verleihen
- Die Unternehmensgewinne und Aktienmärkte dürfte das Wachstum über dem Trend hingegen stützen

## Risiken

- Zwischen Italien und der EU bahnt sich eine Konfrontation über die für 2019 geplanten Regierungsausgaben an
- Eine weitere Eskalation bei den Handelszöllen, die sich negativ auf den Exportsektor auswirken würde
- Das europäische Bankensystem ist anfällig und könnte einen negativen politischen oder konjunkturellen Schock verschlimmern

### Die Erholung ist trotz Abkühlung im ersten Halbjahr intakt

Nachdem das Wachstum Ende 2017 ein für die Eurozone hohes Tempo erreicht hatte, verlangsamte es sich im ersten Halbjahr 2018 wieder. Vor allem das Geschäftsklima verschlechterte sich erheblich, wenn auch von den höchsten Werten seit vielen Jahren aus. Dennoch wächst die Wirtschaft der Eurozone nach wie vor deutlich über dem Trend. Sofern ein ausgewachsener Handelskrieg zwischen den USA, China und der EU vermieden werden kann und die politische Situation in Italien sich nicht zu störend auswirkt, dürfte die Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2018 ordentlich wachsen. Die Binnennachfrage, wie zum Beispiel der private Konsum und die Investitionen, wird voraussichtlich einen wichtigen Wachstumsbeitrag leisten. Der Exportsektor hingegen dürfte verglichen mit 2017 eine weniger wichtige Rolle spielen.

Auf den ersten Blick erschien die Verschlechterung des Geschäftsklimas in der Eurozone im ersten Halbjahr 2018 sowohl deutlich als auch besorgniserregend. Der Composite PMI für die Eurozone ging von 59 im Januar, dem höchsten Wert seit 11 Jahren, auf 54 im Mai zurück, obgleich die jüngsten Daten zeigen, dass er im Juni erneut auf etwa 55 zulegte. Allerdings muss man diese Verschlechterung im größeren Zusammenhang betrachten. Mit einem Wert von 54 bis 55 entspricht der Composite PMI noch immer einem Wachstum in der Eurozone, das deutlich über dem Trend liegt. Bestätigt wird diese Einschätzung durch nationale Umfragen, wie zum Beispiel den deutschen ifo-Index und die französische INSEE-Umfrage zum Geschäftsklima, die zwar Rückgänge verzeichnen, deren Ergebnisse aber dennoch für ein

starkes Wachstum sprechen. So liegt die Komponente für die Lagebeurteilung des ifo-Geschäftsklimaindex noch immer nahe dem höchsten Wert seit der Wiedervereinigung.

Im ersten Halbjahr haben sich zudem eine Reihe einmaliger oder temporärer Faktoren auf die Konjunktur ausgewirkt. Dazu zählten unter anderem das ungewöhnlich schlechte Wetter, zusätzliche Feiertage sowie der Arbeitskampf in Frankreich, der inzwischen langsam nachlässt. Unser Basisszenario geht nach wie vor davon aus, dass Geschäftsklima und Wachstum in der Eurozone sich im zweiten Halbjahr stabilisieren, wenn nicht gar steigen.

### Die EZB kündigt Drosselung des QE-Programms und keine Zinserhöhungen für über ein Jahr an

Dennoch hat die EZB auf die Verlangsamung des Wachstums reagiert, indem sie die Steuerung der Erwartungen in ihrer Geldpolitik betont. So bestätigte sie erst kürzlich, dass sie die QE-Wertpapierkäufe nach einer schrittweisen Drosselung im vierten Quartal in diesem Jahr einstellen wird. Ausserdem hat sie zugesichert, bis zum Ende des Sommers 2019 keine Zinserhöhung vorzunehmen. Sofern die EZB zu ihrem Wort steht, wäre demnach September 2019 der früheste Zeitpunkt für eine Zinserhöhung. Diese klare Steuerung der Erwartungen dürfte die wirtschaftliche Aktivität und die Inflation stützen und verhindern, dass der Euro zu schnell aufwertet.

Mit einer Kerninflation von etwa 1,0 Prozent ist die Inflation in der Eurozone derzeit noch immer schwach. Es gibt erste Anzeichen für einen Anstieg des Lohnwachstums und andere Hinweise auf Preisdruck, die auf ein

langsameres Anziehen der Kerninflation im Laufe der nächsten Quartale hindeuten. Die Strategie der EZB, im Zweifelsfall lieber zu vorsichtig vorzugehen, indem sie die lockere Geldpolitik beibehält und so dafür sorgt, dass der Euro schwächer bleibt, als es sonst der Fall wäre, ist dennoch vernünftig und dürfte dazu beitragen, die Abwärtsrisiken auszugleichen.

Eine weitere positive Entwicklung ist die Einigung Frankreichs und Deutschlands auf gemeinsame Reformvorschläge, die so genannte «Erklärung von Meseberg». Die Einzelheiten müssen zwar noch geklärt werden, unter anderem soll jedoch dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) gestattet werden, Länder der Eurozone auch ohne vollständiges Rettungsprogramm zu unterstützen. Zudem sind ein eigener Haushalt der Eurozone und die Prüfung einer europaweiten Arbeitslosenversicherung geplant. Dem ESM mehr Flexibilität zu geben, würde die Reaktionsfähigkeit bei Schocks verbessern. Eine europaweite Arbeitslosenversicherung würde ausserdem dazu beitragen, einen automatischen Stabilisator zu schaffen.

Bis auf Weiteres handelt es sich dabei lediglich um politische Vorschläge Frankreichs und Deutschlands und nicht um eine europaweite Einigung. Diese Vorschläge zeigen jedoch, dass der Aufstieg des Populismus unerwartete Vorteile haben könnte, falls er die Entscheidungsträger aus der politischen Mitte dazu bringt, die Eurozone widerstandsfähiger zu machen.

In der Tat könnte dies auch einer der Motivationsfaktoren für die unerwartet grosszügigen Bedingungen gewesen sein, die Griechenland im Juni beim Ausstieg aus seinem Rettungs-

## Steigendes Lohnwachstum wird Konsumausgaben stützen



Quelle: Bloomberg

programm angeboten wurden. So wurde bei etwa 100 Milliarden Euro oder 40 Prozent der Darlehen im Rahmen des Programms die Fälligkeit um zehn Jahre verlängert. Darüber hinaus wurden weitere Schuldenerleichterungen in Aussicht gestellt.

### Investoren nicht länger sorglos, was politische Risiken betrifft

Die Politik bleibt dennoch das Hauptrisiko, da populistische Parteien weiterhin gute Wahlergebnisse erzielen und die EU-Regierungen sich nicht über den Umgang mit der Flüchtlingskrise einigen können.

Insbesondere bei den Wahlen in Italien erzielten die Fünf-Sterne-Bewegung und die Lega Nord bessere Ergebnisse als erwartet. Die Investoren reagierten zunächst kaum darauf, auch nachdem die Wahlergebnisse bekannt wurden. Schliesslich wurde jedoch klar, dass die Fünf-Sterne-Bewegung und die Lega zusammen eine Regierungskoalition bilden würden. In ihrem Koalitionsvertrag vereinbarten sie, ihre weitreichenden Ausgabenversprechen aus dem Wahlkampf in die Tat umzusetzen. Dies hatte schliesslich eine heftige Reaktion an den Anleihemärkten zur Folge, da die Investoren von der Sorglosigkeit hin zu Angst umschwenkten. So fielen die Bewegungen der Renditen italienischer Staatsanleihen Ende Mai beispielsweise heftiger aus als während der Schuldenkrise der Eurozone 2011–2013, als die Investoren sogar anfangen, daran zu zweifeln, ob Italien weiterhin der Eurozone angehören würde.

Diese Risiken muss man im Zusammenhang betrachten. Wir gehen nicht davon aus, dass die neue Regierungskoalition den Ausstieg aus dem Euro anstrebt. Wahrscheinlicher ist, dass sie 2019 und 2020 grössere Ausgaben tätigen will, als frühere Regierungen vorgesehen haben. Infolgedessen könnte es zum Konflikt zwischen Italiens neuer Regierung und dem Rest der EU kommen, wenn die Haushaltsentwürfe für 2019 im Oktober oder später im vierten Quartal von der Europäischen Kommission geprüft werden. Dies stellt einen potenziellen Krisenherd für mehr Volatilität an den italienischen und europäischen Anlagemärkten dar. Zwischen Juli und Oktober werden ausserdem mehrere Ratingagen-

turen ihre Einschätzungen zum Länderkreditrating Italiens abgeben, was die Volatilität erhöhen dürfte. Das wahrscheinlichste Szenario dürfte am Ende dennoch ein Kompromiss zwischen der EU und Italien sein und es ist unwahrscheinlich, dass die neue italienische Regierung tatsächlich alle Ausgabenpläne umsetzt, die im Koalitionsvertrag zwischen der Fünf-Sterne-Bewegung und der Lega enthalten sind. Dennoch sollte man die Lage in den nächsten Monaten genau beobachten, um beurteilen zu können, inwieweit die neue Regierung ihre Ausgabenpläne umsetzen will.

Eine grössere Gefahr für Italien stellt unserer Ansicht nach der nächste globale Konjunkturabschwung dar. Da versäumt wurde, die Wirtschaft ausreichend zu reformieren oder die Staatsschulden abzubauen, wäre Italien anfällig für eine wachsende Schuldenlast und Herabstufungen seines Ratings, was unter Umständen einen Teufelskreis aus höheren Finanzierungskosten und weiteren Herabstufungen nach sich ziehen könnte.

Auch das Aufkommen eines Handelskriegs stellt ein Hauptrisiko in der näheren Zukunft dar, nach der jüngsten Verhängung von Zöllen zwischen den USA, China und der EU.

Sollte sich dies zu einem ausgewachsenen Handelskrieg entwickeln oder schlicht weiter eskalieren, könnte dies die Eurozone auf einen schwächeren Wachstumskurs bringen als den gegenwärtig von uns vorhergesagten und sich zudem auf das Vertrauen der Investoren auswirken. Die Wirtschaft der Eurozone ist besonders abhängig vom Handel. Grosse Exportwirtschaften wie die Deutschlands oder Italiens wären am stärksten betroffen, vor allem falls die USA wichtige Sektoren wie den deutschen Automobilsektor ins Visier nehmen.

### Italienische Staatsanleihen dürften volatil und in einer weiten Handels-spanne bleiben

Anleger, die in italienische Staatsanleihen investieren, dürften künftig weiterhin eine höhere Risikoprämie verlangen als 2017 und zu Beginn des Jahres 2018. Abhängig von der Nachrichtenlage sind ausserdem vereinzelte Phasen erhöhter Volatilität wahrscheinlich.

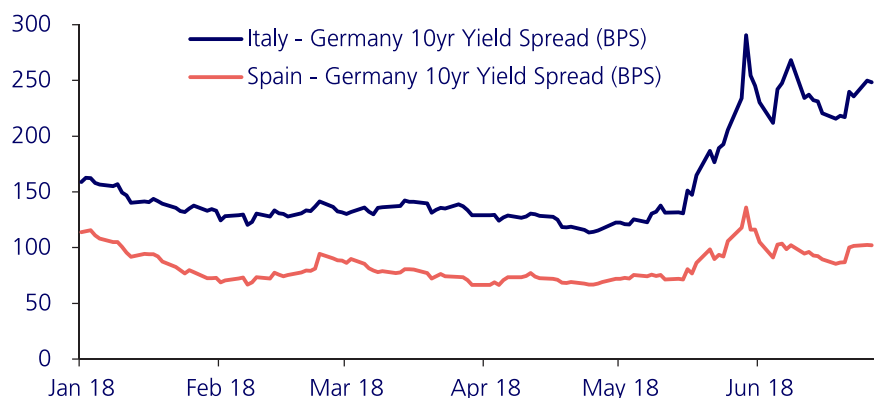
Allgemein dürfte es zu einer grösseren Differenzierung durch die Anleger an den Anleihemärkten der Peripherieländer kommen, je nach den Fundamentaldaten der einzelnen Länder.

Ausserdem gehen wir trotz der vorsichtigen Ankündigung der EZB zum Thema Drosselung im Juni davon aus, dass die Anleiherenditen der Kernländer langsam steigen, während sich das Wachstum im zweiten Halbjahr stabilisiert.

### Banken weiter Epizentrum der Anfälligkeit bei den Märkten für Unternehmensanleihen der Eurozone

Wir nehmen zwar generell eine vorsichtiger Haltung gegenüber Unternehmensanleihen ein als gegenüber Aktien, dennoch ist Europa der Markt, an dem ein ungewöhnlich hohes Risiko für eine Ausweitung der Spreads besteht, auch wenn es sich dabei nicht um unser Basisszenario handelt. Gerade die europäischen Banken stellen eine zentrale Schwäche dar, die die Abwärtsneigung des Risiko-Rendite-Verhältnisses bei den Unternehmensanleihen verstärkt.

## Investoren agieren zunehmend vorsichtig an den Anleihemärkten der Peripherieländer



Quelle: Bloomberg

Die Schwachstellen bei den europäischen Unternehmensanleihen ergeben sich nicht nur durch den erhöhten Verschuldungsgrad in den Unternehmensbilanzen, wie es in den USA der Fall ist, sondern vor allem durch den fragilen Bankensektor. So hatte die jüngste Volatilität italienischer Anlagen zur Folge, dass die Banken sowohl im Kreditgeschäft als auch bei den Aktien deutlich schlechter abschnitten. Überraschen dürfte dies jedoch kaum, da Banken nicht nur mehr Staatsanleihen als Core-Tier-1-Kapital halten, sondern sich ausserdem ohnehin nicht gerade in einer Position der Stärke befinden.

Zentrale strukturelle Schwächen der Banken, die von ihrer Grösse und ihren Verflechtungen herrühren, sind nicht leicht zu beheben.

Aber auch die jüngsten ausgewiesenen Gewinne fielen unserer Meinung nach eher enttäuschend aus, da die meisten Banken Marktanteile im Handel an US-Wettbewerber verlieren. Banken wie die Deutsche Bank stehen zudem weiterhin unter Druck. Am wichtigsten aus der Anlegerperspektive ist, dass aufgrund der neuen Bestimmungen immer mehr leicht zu bündelnde Instrumente im Bereich der ausstehenden Verbindlichkeiten der finanziellen Anleiheindizes auftauchen. Unabhängig von ihrem Rang könnten viele dieser Anleihen unserer Ansicht nach im Rahmen des nächsten Abschwungs abgeschrieben werden.

Wir bevorzugen hingegen besicherte Anleihen, Kommunalanleihen und ABS. Vor allem besicherte Anleihen haben besser abgeschnitten als andere Finanzverbindlichkeiten, ein Trend, der unserer Meinung nach noch länger anhalten wird. Der verbesserte Investorenschutz und die regulatorische Unterstützung verleihen diesem Sektor mehr Widerstandsfähigkeit gegen Belastungen durch die Ban-

ken. Dennoch dürfte es sich negativ auf die Preise auswirken, falls die Spreads der Bankanleihen steigen. Bei den europäischen ABS könnte die Emission nach Beendigung des QE-Programms der EZB zum Ende des Jahres wieder zunehmen.

Insgesamt betrachtet gehen wir davon aus, dass sich die Risiken europäischer Unternehmensanleihen negativ entwickeln, insbesondere bei den Banken. Wachsende politische Risiken, vor allem in Italien, das Ende der Wertpapierkäufe durch die EZB und die Investorenabwanderung sind Faktoren, die mögliche Schocks verstärken können, und darauf müssen Investoren vorbereitet sein.

### **Noch immer Aufwärtspotenzial für Aktien der Eurozone**

Der Ausblick für Aktien der Eurozone fällt hingegen positiver aus. Trotz der Abkühlung im ersten Halbjahr liegt das Wachstum weiterhin über dem Trend, die Finanzierungs- und die Lohnkosten sind noch immer niedrig und die Binnennachfrage ist nach wie vor stark.

Der schwächere Exportsektor könnte die Gewinne belasten, gleichzeitig dürfte dies aber auch durch den schwächeren Euro ausgeglichen werden. Zudem werden die höheren Ölpreise die Gewinne im Energiesektor stützen.

Im Ergebnis sind die Aussichten für die Unternehmensgewinne in der Eurozone insgesamt weiterhin positiv. Von Investoren und Analysten wird dies unserer Ansicht nach noch nicht ausreichend gewürdigt. Obwohl die Entwicklung in diesem Jahr bisher negativ ausfällt, besteht für Aktien der Eurozone künftig Aufwärtspotenzial, solange die verschiedenen Risiken, wie zum Beispiel der mögliche Handelskrieg und die politischen Unsicherheiten, nicht den Ton angeben.



# Schweiz

## Ausblick

- Einmalige Effekte lassen das Wachstum 2018 steigen, der zugrunde liegende Trend ist nach wie vor schwächer
- Trotz des anhaltenden strukturellen Gegenwindes dürfte der starke Arbeitsmarkt die Binnennachfrage stützen
- Die SNB wird die Zinsen 2018 voraussichtlich unverändert lassen und die Wertpapierkäufe weiter drosseln, wenn sich die Möglichkeit ergibt

## Auswirkungen

- Die Anleiherenditen dürften ganz leicht steigen und wir gehen davon aus, dass sie ihre Tiefstände überwunden haben
- Angesichts der starken Fundamentaldaten und möglicher Interventionen durch die SNB wird sich der Franken wahrscheinlich weiterhin seitwärts entwickeln

## Risiken

- Eine unerwartete Änderung der SNB-Geldpolitik, die Störungen zur Folge hat
- Eine plötzliche Veränderung des Zinsumfeldes, die zu einer deutlichen Korrektur am Immobilienmarkt führt
- Eine Krise in der Eurozone, die einen Anstieg des Frankens auslöst

### Starkes BIP im ersten Quartal dank der Olympischen Winterspiele

Das BIP stieg im ersten Quartal um 0,6 Prozent im Vergleich zum vorangegangenen Quartal und damit stärker als erwartet. Dafür sorgte allerdings ein einmaliger Schub durch die Olympischen Winterspiele, da das BIP die Wertschöpfung internationaler Sportverbände umfasst, die ihren Sitz in der Schweiz haben (wie unter anderem die FIFA und das IOC). Lässt man diesen Effekt beiseite, wuchs die Wirtschaft um bescheidenere 0,4 Prozent. Damit fiel das Wachstum, wie von uns erwartet, schwächer aus als das sehr starke Wachstum, das im zweiten Halbjahr 2017 verzeichnet wurde, als die Wirtschaft im Durchschnitt um 0,7 Prozent pro Quartal wuchs. Der Mix war allerdings gut, so waren Investitionen und Konsum solide, während die Regierungsausgaben, die volatil sind, schwach ausfielen. Die Bauinvestitionen gingen zurück, was unsere Einschätzung bestätigt, dass der Wohnungsmarkt inzwischen eine Belastung für die Wirtschaft darstellt. Die Dienstleistungsexporte waren stark, angeheizt durch Lizenz-einnahmen von den Olympischen Winterspielen. Bei den Warenexporten (ohne Wertgegenstände und Transithandel) kam es mit einem Rückgang der vierteljährlichen Rate von über 2 Prozent im Jahr 2017 auf 0,8 Prozent zu deutlichen Einbussen. Dies ist zwar zum Teil auf temporäre Faktoren und auf das widrige Wetter zurückzuführen, wir gehen aber dennoch davon aus, dass das Exportwachstum, wie das globale Wachstum auch, seinen Höhepunkt überschritten hat.

### Das zugrunde liegende Wachstum dürfte moderat ausfallen und etwa dem Trend entsprechen

Der KOF-Frühindikator und der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe sind seit dem Jahreswechsel schwächer

geworden. Nach sehr starken Werten im vierten und im ersten Quartal deutet der allgemeinere KOF-Wert mittlerweile auf ein Wachstum hin, das dem langfristigen Trend entspricht. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe hat sich ebenfalls verschlechtert, was zum Teil an der Abkühlung in der Eurozone liegt, befindet sich aber nach wie vor auf solidem Niveau. Dennoch haben wir unsere Prognose für das BIP-Wachstum 2018 von 1,8 Prozent auf 2 Prozent nach oben korrigiert. Grund dafür ist der Schub durch die Olympischen Winterspiele, der grösser ausfiel als erwartet, und durch die Fussballweltmeisterschaft. Das zugrunde liegende «tatsächliche» Wachstum fällt schwächer aus und dürfte unseren Erwartungen nach weiterhin etwa 1,8 Prozent betragen. Dies entspricht dem historischen Durchschnitt und liegt deutlich über den Wachstumsraten, die in den letzten Jahren verzeichnet wurden.

### Angesichts der weniger günstigen globalen Bedingungen dürfte der Boom im verarbeitenden Gewerbe nachlassen

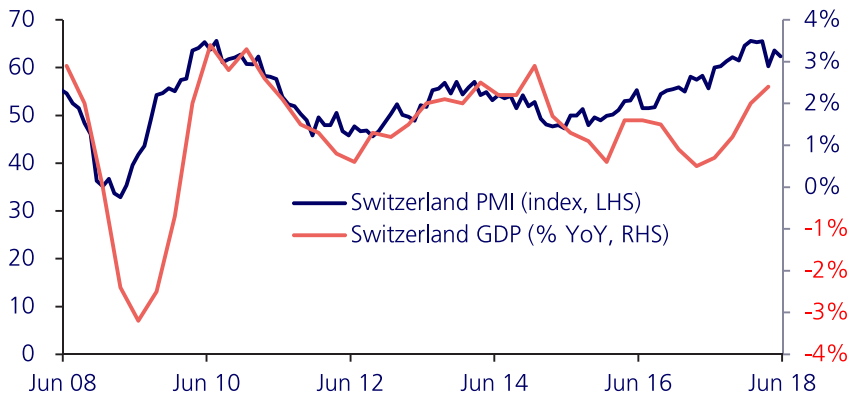
Das verarbeitende Gewerbe erlebte in den beiden letzten Quartalen einen Boom und profitierte von der starken Nachfrage aus den übrigen Ländern, einer Wiederbelebung der globalen Investitionsausgaben und dem Aufschwung im globalen Handel. Auch die günstige Währung trug dazu bei, die Exportnachfrage zu schüren, so erreichte der EURCHF-Kurs im April zum ersten Mal seit Januar 2015 den Wert von 1,20. Inzwischen ist der globale Hintergrund schwächer geworden. Die finanziellen Bedingungen verschärfen sich und belasten vor allem die Schwellenländer, unter denen sich viele wichtige Exportmärkte für Schweizer Unternehmen befinden. Aufgrund der politischen Ereignisse in Italien mehren sich zudem erneut die Sorgen um die Eurozone, was umgehend Kapitalflüsse in sichere Anlagen und einen

Anstieg des Frankens zur Folge hatte. Zwar dürften einige dieser Faktoren künftig keine Rolle mehr spielen, die politische Situation bleibt jedoch instabil und wir erwarten in den kommenden Monaten Phasen der Volatilität und des Aufwärtsdrucks auf den Franken.

### Das Geschäftsklima ist infolge des anhaltenden strukturellen Gegenwindes verhalten

Aufgrund des Wachstumsaufschwungs hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt in den letzten Monaten deutlich angespannt. Die Arbeitslosenquote sank auf 2,6 Prozent, den niedrigsten Stand seit 2008, und bestärkt die Umfragen, in denen von Kapazitätsengpässen die Rede ist. Dennoch halten sich die Sorgen über den Arbeitsmarkt und belasten das Konsumklima, das noch immer deutlich unter den früheren Höchstwerten liegt. Dies steht im Gegensatz zur Situation in der Eurozone und in den USA, wo sich das Konsumklima auf dem höchsten Stand seit Anfang der 2000er Jahre befindet, und bekräftigt unsere Einschätzung, dass in der Schweizer Wirtschaft ein anhaltender struktureller Gegenwind herrscht. Der reale Wechselkurs ist noch immer erhöht und liegt 15 Prozent über seinem Stand von 2007. Viele Exporteure können dies verkraften und haben sich durch eine Kombination aus Effizienzsteigerungen, Margenkompression und Kostensenkungen angepasst. In der Tat ist die Währung insgesamt fair bewertet, wenn man die Erzeugerpreise als Massstab nimmt. Wenn man jedoch von den Verbraucherpreisen ausgeht, ist der Schweizer Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar noch immer um 10 Prozent überbewertet und die Preise im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor sind nach wie vor nicht wettbewerbsfähig. Sofern der nominale Wechselkurs nicht erheblich schwächer wird, wovon wir nicht ausgehen, dürfte dies weiterhin für Abwärtsdruck auf die

## Höhepunkt des Wachstums dürfte überschritten sein



Quelle: SECO, Bloomberg

Schweizer Preise und Löhne sorgen. Angesichts dieses strukturellen Gegenwindes erwarten wir im Bereich des Konsums keinen spätzyklischen Boom.

### Stärkere Investitionen stützen das Wachstum, eine weitere Beschleunigung ist jedoch unwahrscheinlich

Die Unternehmensinvestitionen in der Schweiz erholen sich. Die Ausrüstungs- und Softwareinvestitionen wuchsen im ersten Quartal um solide 3,9 Prozent im Vergleich zum vorangegangenen Quartal (nicht annualisiert) und sind gegenüber dem Vorjahr um nahezu 5 Prozent gestiegen. Da dieser Wert fast doppelt so hoch wie die Wachstumsrate des BIP ist, sind Investitionen endlich zu einem Antriebsfaktor für das Wachstum geworden. Dies ist zwar ermutigend, aber mit einem Gewicht von lediglich 15 Prozent des BIP, gegenüber 54 Prozent, die der private Konsum ausmacht, ist ihre Wirkung für das Wachstum insgesamt begrenzt und dürfte es auch bleiben. Allerdings könnte es bei den Investitionen im kommenden Jahr zu positiven Überraschungen kommen, die möglicherweise dazu beitragen, die Produktivität zu steigern und das Wachstum über den Trend anzuheben. Angesichts der Tatsache, dass die Unternehmensinvestitionen im letzten Jahrzehnt verhalten ausgefallen und hinter der Expansion der Wirtschaft insgesamt zurückgeblieben sind, wäre dies eine willkommene Entwicklung.

### Bauinvestitionen und Wohnungsmarkt belasten immer noch das Wachstum

Die Bauinvestitionen haben hingegen mit einem jährlichen Durchschnitt von 2,5 Prozent das BIP-Wachstum von nur 1,3 Prozent im letzten Jahrzehnt übertroffen. Reichliche Liquidität und die Suche nach Rendite angesichts niedriger Zinsen haben dazu beigetragen, das Wachstum voranzutreiben. Wie wir bereits ausgeführt haben, ist das Tempo des Wachstums bei den Bauinvestitionen in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen, was auf die weniger günstigen grundlegenden Antriebsfaktoren zurückzuführen ist, einschliesslich der abnehmenden Einwanderung und des gestiegenen Angebots. Auch die antizyklischen geldpolitischen Massnahmen der SNB zur Verringerung der Hypothekenver-

gabe haben für eine weniger lebhaftere Nachfrage gesorgt. Obwohl sich die Bedingungen auf dem Wohnungsmarkt anscheinend stabilisiert haben, sind die Bauinvestitionen im ersten Quartal erneut zurückgegangen. Dies zeigt, dass die Bedingungen nach wie vor fragil sind. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass ein spätzyklischer Boom im Bereich Wohnungen und Bau wenig wahrscheinlich ist.

### Die gestiegenen Ölpreise treiben die Inflation in die Höhe, die Kerninflation bleibt jedoch gedämpft

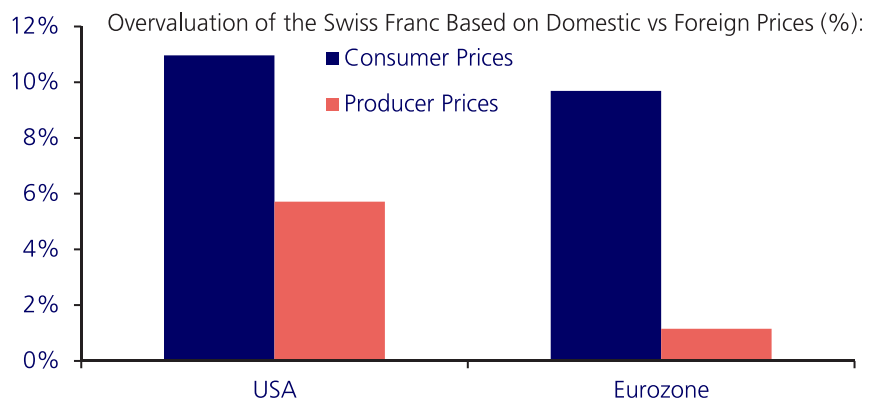
Die Verbraucherpreisinflation zog im Mai erneut an. Mittlerweile liegen die Preise 1 Prozent höher als vor einem Jahr und die monatlichen Preissteigerungen betragen in den letzten drei Monaten durchschnittlich 0,3 Prozent. Diese deutliche Beschleunigung ist in erster Linie auf die Preise für Importgüter und auf die Erdölpreise zurückzuführen. Angesichts des stärkeren Frankens und der Stabilisierung der Ölpreise dürften diese Effekte in den kommenden Monaten abnehmen. Der zugrunde liegende Trend ist hingegen schwach und die Kerninflation liegt bei nur 0,4 Prozent im Vorjahresvergleich. Zwar gibt es einige spezifi-

sche Effekte, die zu der geringen Inflation beitragen, wie etwa die regulierten Preise im Gesundheitswesen, die Schwäche ist jedoch breiter angelegt. Vor allem die Preise für inländische Waren, die lediglich um 0,4 Prozent im Vorjahresvergleich zulegten, sprechen für eine anhaltende Preiskompression. Wir gehen daher davon aus, dass die Inflation auf ungefähr dem derzeitigen Niveau abflacht. Unsere Prognose für die Inflation in diesem Jahr von 1 Prozent liegt dennoch über dem Konsens sowie deutlich über der Prognose der SNB von 0,6 Prozent. Wir betrachten die Inflation jedoch nicht als Problem. Der Gesamteinschätzung zufolge liegt sie noch immer weit unter dem Ziel und ein Ansteigen der Inflation dürfte nicht zu einer Änderung der Geldpolitik durch die SNB führen.

### Die geldpolitische Haltung der SNB dürfte sich im kommenden Jahr nicht verändern

Die SNB konzentriert sich nach wie vor auf die Währung und wird bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv. Die jüngste Stressphase in Verbindung mit der politischen Situation in Italien hat gezeigt, dass dies der richtige Ansatz ist, und wir erwarten keine Änderung im Laufe des kommenden Jahres. Die Aussichten für eine Zinserhöhung sind nach wie vor von der Geldpolitik der EZB abhängig. Die EZB hat zugesichert, die Zinsen mindestens den nächsten Sommer hindurch unverändert zu belassen, und wir gehen nicht davon aus, dass die SNB vorher Massnahmen ergreifen wird. Daher bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass der Leitzins bis mindestens zum zweiten Halbjahr 2019 unverändert bleiben dürfte. Andere Elemente ihrer geldpolitischen Haltung wird die SNB jedoch voraussichtlich optimieren. So gehen wir davon aus, dass die SNB angesichts starken Wachstums und steigender Inflation ihre Inflationsprognose nach oben korrigieren und in ihrer Kommunikation einen etwas aggressiveren Ton anschlagen wird. Ausserdem erwarten wir, dass die Zentralbank Überschussreserven opportunistisch abbauen wird, wenn die Marktbedingungen dies erlauben. Demnach dürften einheimische Sichteinlagen, die Mitte 2017 ihren Höchststand erreichten, leicht zurückgehen, wenn die SNB Interventionen

## Bei den Verbraucherpreisen gibt es noch immer ein Missverhältnis



Quelle: Bloomberg

Hinweis: Zeigt Überbewertung gegenüber fairer Bewertung, basierend auf Kaufkraftparität

an den Devisenmärkten verringert oder sogar umkehrt. Wichtig ist, dass Devisenmarktinterventionen auf lange Sicht zum Instrumentarium der SNB gehören dürften und es ihr ermöglichen, Schutzvorkehrungen zu treffen, falls die Zuflüsse in sichere Anlagen erneut zunehmen.

#### **Der Schweizer Franken dürfte innerhalb seiner aktuellen Spanne bleiben**

Der Schweizer Franken wird sich voraussichtlich seitwärts entwickeln, wenn auch innerhalb einer relativ weiten Spanne. Dies entspricht unserer Einschätzung, dass die SNB sich weiterhin auf die Währung konzentrieren und Überschussreserven opportunistisch abbauen wird. Ein schwächerer Franken ermöglicht es der SNB, Devisenmarktinterventionen und Überschussreserven zu drosseln und so eine Untergrenze für die Währung vorzugeben. Wir gehen daher nicht davon aus, dass der EURCHF-Kurs (Schweizer Franken gegenüber dem Euro) kurz- bis mittelfristig deutlich über 1,20 steigen wird. Ein wesentlich stärkerer Franken bedeutet hingegen ein Risiko für die Wirtschaft sowie Abwärtsdruck für die Inflation und die Inflationserwartungen. In diesem Fall dürften erneute Devisenmarktinterventionen erfolgen, um die Stärke der Währung zu begrenzen.

#### **Schweizer Anleiherenditen haben ihre Tiefstände überwunden, einen deutlichen Anstieg dürfte es aber kaum geben**

Die globalen und die Schweizer Anleiherenditen dürften in den kommenden Quartalen leicht zulegen, da der Höhepunkt der Anreize hinter uns liegt und die Zentralbanken die Geldpolitik allmählich normalisieren. Selbst die EZB plant, das QE-Programm zum Ende des Jahres einzustellen. Die Renditen zehnjähriger Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft dürften leicht positiv bleiben. Ein Einbruch zurück in den negativen Bereich sollte allerdings nicht ausgeschlossen werden, da die politische Unsicherheit erneut in den Mittelpunkt rücken könnte. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Schweizer Renditen hinter denen anderer Kernländer zurückbleiben. Der Grund hierfür sind die ausdrücklichen Bemühungen der SNB, eine negative Zinsspanne gegenüber der Eurozone aufrechtzuerhalten, und dass die SNB bei der Straffung der Geldpolitik hinter anderen Zentralbanken zurückbleiben dürfte. Das kurze Laufzeitende dürfte 2018 weiterhin gut verankert sein, die Rendite zweijähriger Anleihen wird jedoch voraussichtlich in Erwartung einer Änderung der Geldpolitik im Laufe der Zeit leicht steigen. Das Potenzial für eine steilere Renditekurve ist begrenzt, da die Angebots- und Nachfragebedingungen gerade am längeren Laufzeitende nach wie vor angespannt sind und die Inflation und die Inflationsrisikoprämien niedrig bleiben dürften.

# Japan und Korea

## Ausblick

- Der Wachstumsausblick ist nach wie vor solide und ausgewogen
- Die Bank of Japan wird bei ihrer lockeren Geldpolitik bleiben
- Der Arbeitsmarkt ist weiterhin stabil, die Erwerbstätigkeit von Frauen nimmt zu, und das Lohnwachstum zieht leicht an

## Auswirkungen

- Die Unternehmensgewinne dürften höher ausfallen als von den Unternehmen prognostiziert
- Der Aufwärtstrend am Aktienmarkt wird voraussichtlich intakt bleiben
- Der USDJPY-Kurs dürfte sich weiterhin seitwärts entwickeln

## Risiken

- Die politischen Turbulenzen nehmen zu, falls Premierminister Abe die Wahl zum Vorsitz der LDP verliert
- Die USA verhängen hohe Zölle auf importierte Fahrzeuge
- Der Yen wertet wieder auf

### Der wirtschaftliche Aufschwung erhält einen kleinen Dämpfer

In der Neujahres-Ausgabe unseres Ausblicks gingen wir davon aus, dass das Wachstum über dem Trend auch 2018 weiter anhält, und zwar selbst für den Fall, dass wir im Laufe des Jahres ein negatives Quartal verzeichnen müssten. Tatsächlich ging das reale BIP im ersten Quartal sequenziell betrachtet um 0,2 Prozent zurück. Auf diese Weise endete der längste Aufschwung seit den späten 1980er-Jahren mit acht Quartalen Wachstum in Folge. Verantwortlich waren dafür aber vor allem einmalige Verzerrungen, wie etwa durch das ungewöhnlich kalte Wetter, daher bedeutet dies nicht den Anfang des Endes für den gegenwärtigen Zyklus. Obwohl wir uns möglicherweise in einem spätzyklischen Aufschwung befinden, sind einige weitere Quartale mit solidem Wachstum bis weit in das Jahr 2020 hinein möglich, auch wenn die Belastungen zunehmen. Dazu zählen unter anderem die für den Beginn des Geschäftsjahres 2019 geplanten Einschränkungen für Überstunden, die für den Oktober 2019 vorgesehene Anhebung der Verbrauchssteuer und die negativen Basiseffekte für das Wachstum nach den Olympischen und Paralympischen Spielen in Tokio 2020.

### Was den Konsumausblick betrifft, bleiben wir optimistisch

Der Arbeitsmarkt befindet sich nach wie vor in hervorragendem Zustand. Die Arbeitslosenquote ist so niedrig wie zuletzt vor 26 Jahren und das Verhältnis zwischen offenen Stellen und Bewerbern hat den höchsten Stand seit 44 Jahren erreicht. In den ersten vier Monaten dieses Jahres lag die Zahl der neuen Stellenangebote durchschnittlich bei über einer Million. Die Erwerbstätigkeit von Frauen hat erheblich zugenommen. Für den positiven Konsumausblick ist dies vor allem deshalb förderlich, weil sich das reale Lohnwachstum inzwischen im positiven Bereich bewegt. Das

reale Einkommen wurde im ersten Quartal durch die hohen Lebensmittelpreise infolge der starken Schneefälle belastet. Diese negativen Auswirkungen nehmen inzwischen jedoch ab und das Konsumklima verbessert sich wieder, wenn auch langsam. Kombiniert man die steigende Anzahl der Beschäftigten und das Einkommen pro Arbeitskraft, dann zeigt sich, dass die aggregierten Löhne um nahezu vier Prozent gestiegen sind. Dies bestätigt, dass der Konsum ein wichtiger Stützpfiler für den günstigen Makroausblick ist.

Darüber hinaus befindet sich der Einreiseturismus, insbesondere aus China und Südkorea, derzeit auf Rekordniveau. Dadurch steigen zum Beispiel die Umsätze der Warenhäuser in Tokio und des elektronischen Einzelhandels sowie im Beherbergungsgewerbe, und dies fördert die positiven Aussichten für den Konsum.

### Solider Ausblick für Investitionsausgaben und Exporte

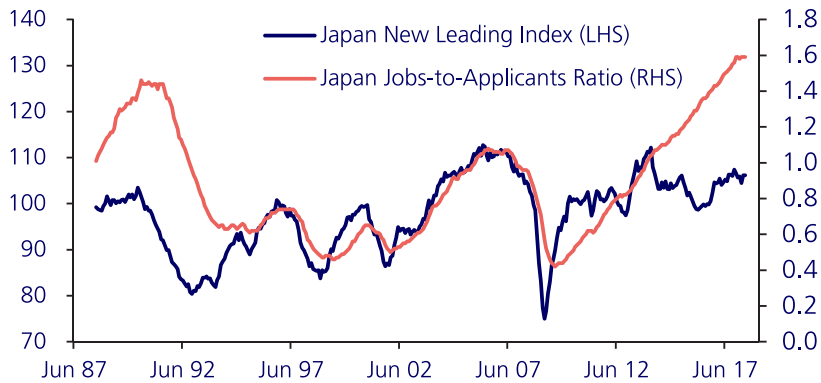
Die hohe Kapazitätsauslastung und der angespannte Arbeitsmarkt sind die Triebkräfte für den soliden Ausblick bei den Investitionsausgaben. Der Arbeitskräftemangel treibt die Investitionen zur Einsparung von Arbeitskräften in die Höhe. Als Reaktion auf den Mangel an billigen Arbeitskräften gibt es in Hotels daher mittlerweile vermehrt automatische Check-out-Systeme. Das Tempo der Investitionen dürfte allerdings nachlassen, da das Verhältnis von Investitionsausgaben zum realen BIP einen Höchststand erreicht hat, der in früheren Zyklen nicht auf eine Beschleunigung schliessen liess. Das bedeutet jedoch nicht, dass in absehbarer Zeit eine Trendwende beim Investitionszyklus zu erwarten ist, denn die Investitionspläne fallen immer noch zu konservativ aus und lassen Raum für Erhöhungen in diesem und im nächsten Jahr.

Die jüngsten Indikatoren zum Welthandel waren ermutigend. So sind die Exporte mehrerer asiatischer Länder nach einer verhaltenen Performance im ersten Quartal wieder gestiegen. Solange der Welthandel erneut Fahrt aufnimmt, bleibt Japans Exportausblick solide. Durch die Verhängung von Einfuhrzöllen für Stahl und Aluminium seitens der USA und die Drohung, auch die Zölle für Fahrzeugimporte zu erhöhen, sind zuletzt jedoch Risiken für den Welthandel entstanden. Obwohl die japanischen Autohersteller Fahrzeuge in grosser Zahl in den USA produzieren, um die lokale Nachfrage zu bedienen, würde dies für die grossen ausländischen Autohersteller wie Japan, Deutschland und Südkorea dennoch eine Bedrohung darstellen.

### Wann erreicht die Inflation das Ziel von zwei Prozent?

Wie wir in unserem Ausblick zum neuen Jahr erläutert haben, gehen wir nicht davon aus, dass das Inflationsziel der Bank of Japan in absehbarer Zeit erreicht wird. Tatsächlich scheint sich selbst die BoJ von ihrem Ziel verabschiedet zu haben, da sie den Zeitplan für sein Erreichen aus ihrem Ende April veröffentlichten Ausblick gestrichen hat. So scheint es keinen Zusammenhang zu geben zwischen dem Preisausblick und den Veränderungen der Geldpolitik der BoJ. Solange ihre Zielgrösse, die Kerninflation ohne Lebensmittel und Energie, nicht stabil über zwei Prozent liegt, wird die BoJ ihre Geldpolitik der quantitativen Lockerung aufrechterhalten. Das bedeutet aber nicht, dass die Bank of Japan überhaupt keine Änderungen an ihrer Geldpolitik vornehmen wird. Notenbankchef Kuroda, dessen Amtszeit um fünf Jahre bis 2023 verlängert wurde, hat ausdrücklich erklärt, dass der Preisausblick und geldpolitische Veränderungen nicht automatisch miteinander verbunden sein müssen. Kuroda war der Ansicht, dass bei den Marktteilnehmern falsche Vorstellungen herrschten, und machte deutlich, dass die

## Robuster Arbeitsmarkt



Quelle: ESRI, Bloomberg

Streichung des Zeitplans keine Änderung der Geldpolitik bedeutet. Dennoch hat es den Anschein, dass sich eine Art Drosselung andeuten könnte, da die BoJ kürzlich den Umfang ihrer Käufe fünf- und zehnjähriger JGB von 450 Milliarden auf 430 Milliarden Yen pro Auktion reduziert hat. Bereits im August letzten Jahres hatte sie die Käufe auf 410 Milliarden Yen heruntergefahren, erhöhte sie Anfang dieses Jahres jedoch erneut auf 450 Milliarden. Der Betrag von 430 Milliarden Yen liegt immer noch in ihrer Zielspanne von etwa 300 bis 500 Milliarden. Wichtiger als die technischen Einzelheiten ist unserer Meinung nach, dass die Bank of Japan bei ihrer Politik der Renditekurvenkontrolle bleiben wird, auch wenn sie das Ziel von 0 Prozent für zehnjährige JGB gegen Ende dieses Jahres oder Anfang nächsten Jahres möglicherweise leicht anheben wird. Der Zielkorridor wurde jüngst leicht erweitert. Wir wären auch nicht überrascht, wenn die BoJ ihre effektiven ETF-Käufe zurückschraubt, es sei denn, der Aktienmarkt geht auf Talfahrt, ohne jedoch offiziell das Ziel von 6 Billionen Yen für ihre Käufe aufzugeben.

### Die Politik steht auch im zweiten Halbjahr weiter im Mittelpunkt

Vor der Wahl zum Vorsitz der LDP im September steht Premierminister Abe nach wie vor unter Druck. Zu Beginn des Jahres musste er weitere Verluste in den Umfragen hinnehmen, als der Skandal um die Moritomo-Schule erneut Schlagzeilen machte. Lokale Behörden hatten versucht, Daten zu fälschen, die mit der Regierung in Verbindung gebracht wurden.

Vom Sommer 1986 bis zum Winter 2012, also bis kurz vor Abes Wahl für eine zweite Amtszeit, betrug die durchschnittliche Amtszeit für Premierminister lediglich eineinhalb Jahre. Daher ist es bemerkenswert, dass Premierminister Abe das Land seit mittlerweile fünf-einhalb Jahren regiert und noch mindestens bis zu den Olympischen Spielen 2020 in Tokio im Amt bleiben möchte. Allerdings bedeutet der Absturz in den Umfragen ein Risiko für seine Wiederwahl als Präsident der LDP und somit auch dafür, dass er das Amt als Premierminister weiterhin ausüben kann.

Wir gehen davon aus, dass er wiedergewählt wird, solange die Umfragewerte der Regierung nicht unter das derzeitige Niveau sinken, zumal inzwischen vier der fünf größten Parteifraktionen seine Wiederwahl unterstützen. Ein Gegenkandidat hat sich nunmehr sogar auf seine Seite geschlagen. Unserer Ansicht nach wird Premierminister Abe versuchen, die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit von der Innenpolitik hin zum Thema Nordkorea abzulenken. Nach dem Treffen zwischen US-Präsident Trump und dem nordkoreanischen Machthaber Kim Jong-un in Singapur könnte Premierminister Abe zudem versuchen, ein eigenes Treffen mit Kim zur Lösung des langjährigen Geiselnproblems in die Wege zu leiten, was seinem Ansehen im Inland nützen würde. Andernfalls könnte er versuchen, die Rolle der kritischen Stimme zu übernehmen, was ebenfalls dazu geeignet wäre, die Aufmerksamkeit vom jüngsten innenpolitischen Skandal abzulenken. Ein möglicher Wechsel an der Spitze der LDP könnte einen Anstieg der Marktvolatilität nach sich ziehen, da die «Abenomics» infrage gestellt werden würden. Dies ist zwar nicht unser Basisszenario, stellt aber für das zweite Halbjahr ein Risikoszenario dar.

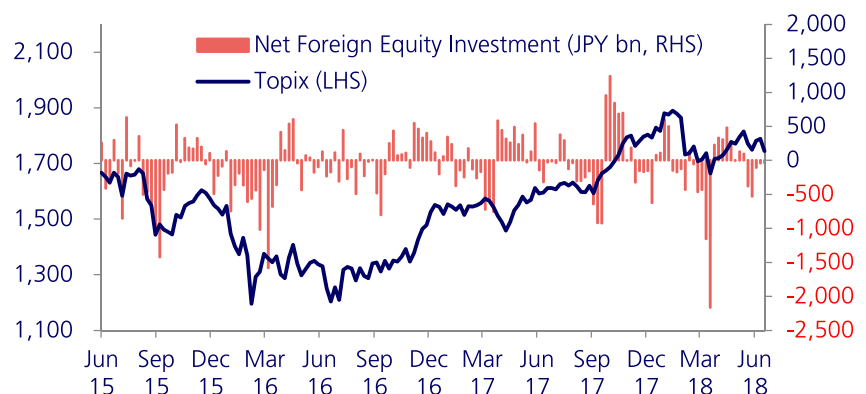
## Wir bleiben bei unserer positiven Einschätzung japanischer Aktien

Wie in unserem Ausblick zum neuen Jahr aufgezeigt, hatte es zu Beginn des Jahres den Anschein, dass der Topix die magische Hürde von 1'750–1'850 Punkten, und damit die Grenze, die in den letzten 25 Jahren kaum zu überwinden war, problemlos überspringen würde. Doch dies erwies sich einmal mehr als Illusion. Nach seinem Höchststand im Januar verlor der Index bis Ende März 14 Prozent und blieb hinter den globalen Aktien zurück. Ein weiteres Mal erwies sich die Stärke des Yen gegenüber dem US-Dollar als Belastung für die Gewinnprognosen. Die Stimmung der ausländischen Investoren verschlechterte sich, was im ersten Quartal erhebliche Verkäufe durch ausländische Investoren zur Folge hatte. Auch die innenpolitischen Turbulenzen waren sicherlich nicht hilfreich.

Wenn man das Gesamtbild betrachtet, zeigt sich allerdings, dass der Aufwärtstrend nach wie vor intakt ist und der gleitende 200-Tage-Durchschnitt noch immer leicht steigt, wenn auch in langsamerem Tempo. Unserer Ansicht nach sind die Unternehmen und die Marktteilnehmer inzwischen übermässig vorsichtig, was den Marktausblick betrifft. Sie gehen davon aus, dass die Gewinne pro Aktie in diesem Geschäftsjahr zurückgehen werden, was wir für zu pessimistisch halten. Auch wenn wir die höhere Ertragsbasis durch die Auswirkungen der US-Steuerreform einbeziehen, gehen wir dennoch davon aus, dass die Gewinne pro Aktie in diesem Jahr steigen dürften. Angesichts der attraktiven Bewertungen lässt dies darauf schliessen, dass Aufwärtspotenzial für den Topix besteht.

Obwohl ausländische Investoren japanische Aktien insbesondere am Futures-Markt in erheblichem Umfang verkauft haben, fungieren Rückkäufe durch Unternehmen, individuelle inländische Investoren, Investment Trusts und das ETF-Kaufprogramm der BoJ als Stabilisatoren. Insgesamt gesehen sind ausländische Investoren gegenüber ihren Benchmarks inzwischen untergewichtet in japanischen Aktien, auch wenn sie in den regelmässigen Umfragen das Gegenteil kommunizieren. Dieses Umfeld dürfte für die Zukunft des Marktes im zweiten Halbjahr 2018 Gutes verheissen.

## Ausländische Anleger haben gemischte Gefühle



Quelle: MoF, TSE, Bloomberg

## **Ausgewogener Wachstumsausblick für Südkorea**

Südkorea befindet sich auf einem ausgewogenen Wachstumspfad. Die einzige leichte Belastung in den letzten beiden Quartalen war der Aussenhandel. Wir gehen davon aus, dass das reale BIP in diesem und im nächsten Jahr um etwa 3 Prozent und damit wie im letzten Jahr wachsen wird. Der private Konsum ist nach wie vor stabil, und starke Anlageninvestitionen in den Bereichen IT und Maschinen treiben die Investitionsausgaben an. Der erneut berufene Präsident der Bank of Korea, Lee, mahnt allerdings zur Vorsicht, wenn es um die Wirtschaft Südkoreas geht. Einige strukturelle Probleme, wie zum Beispiel die demografische Entwicklung, das langsame Beschäftigungswachstum und die hohe Verschuldung der privaten Haushalte, müssen noch in Angriff genommen werden. Die Regierung hat einen Nachtragshaushalt aufgelegt und sich dabei vor allem auf die hohe Arbeitslosigkeit in der jüngeren Generation konzentriert sowie zusätzliche Beschränkungen für Baudarlehen festgelegt. Eines der wichtigsten politischen Ziele besteht nach wie vor darin, den Konsum und die KMUs zu stützen. Das Exportwachstum ist weiterhin stark, für Gegenwind sorgt jedoch zunehmend die neue von den USA verhängte Exportquote, die die Automobil- und die Elektronikbranche belasten wird. Von den neuen US-Zöllen ist Südkorea hingegen nicht betroffen.

Wir gehen davon aus, dass die Geldpolitik weiterhin unterstützend bleibt, da die Inflation unter dem Ziel liegt, auch wenn sie im zweiten Halbjahr langsam anziehen dürfte. Eine Anhebung des Leitzinses in der zweiten Jahreshälfte wäre keine Überraschung, hauptsächlich als Reaktion auf die jüngsten Massnahmen der US-Notenbank.

## **Südkoreanische Aktien sind günstig und bieten Aufwärtspotenzial**

Was den südkoreanischen Aktienmarkt betrifft, bleiben wir zuversichtlich. Unser Argument ist simpel: Südkorea ist der billigste Markt in der Region. Der Handel mit einem Abschlag ist nichts Neues, wir gehen aber davon aus, dass dieser Abschlag schrumpfen wird, da sich die Corporate Governance langsam verbessert und in Bezug auf Nordkorea Anzeichen einer spürbaren Verbesserung erkennbar sind. Sollte ein umfassender Friedensvertrag zwischen Nordkorea auf der einen und Südkorea und den USA auf der anderen Seite zustande kommen, könnte dies unserer Ansicht nach den Anfang einer gewaltigen, von Investitionen angetriebenen Wachstumsphase in Nordkorea bedeuten. In diesem Fall würden südkoreanische und chinesische Unternehmen am meisten profitieren. Solange der globale Halbleiterzyklus intakt bleibt, dürfte auch der MSCI Korea Index profitieren, da sein IT-Sektor etwa 45 Prozent ausmacht.

# China und Taiwan

## Ausblick

- Das Wachstum dürfte im zweiten Halbjahr schwächer werden und eine Lockerung der Geldpolitik erforderlich machen, um die Wirtschaft zu stützen
- Trotz einer Feinabstimmung bleibt der Schuldenabbau zur Eindämmung von Risiken das übergeordnete politische Ziel
- Infrastrukturinvestitionen erfolgen künftig gezielter

## Auswirkungen

- China wird die Modernisierung seiner Industriestruktur hin zu höherer Qualität und verbesserten Umweltstandards fortsetzen
- Angesichts verschiedener Pläne mit dem Ziel, ausländisches Kapital anzulocken, dürften Kapitalzuflüsse zunehmen
- Chinesische Aktien dürften bis auf Weiteres sowohl absolut als auch relativ betrachtet Schwankungen unterworfen bleiben

## Risiken

- Die sich verschlechternden Handelsbeziehungen zwischen China und den USA eskalieren
- Die Massnahmen zur Entschuldung der Wirtschaft fallen übertrieben aus und beeinträchtigen das Wachstum stärker als beabsichtigt
- Die Immobilienpreise eskalieren oder fallen deutlich

### Das Wachstum dürfte sich im zweiten Halbjahr verlangsamen

Manche Dinge in China dürften sich auf absehbare Zeit nicht ändern. Erstens geben die BIP-Statistiken nicht das reale Wachstumsbild wieder und zweitens hat das abweichende Datum des chinesischen Neujahrsfestes statistische Verzerrungen zur Folge, denen mit saisonalen Anpassungsverfahren nur schwer beizukommen ist. Das ist in diesem Jahr nicht anders und es wird auch im nächsten Jahr wieder so sein. Daher vertrauen wir eher auf aktuelle und vorlaufende Konjunkturindikatoren. Im Frühjahr hatte sich das Wachstum zunächst beschleunigt, hauptsächlich aufgrund der Tatsache, dass die Behörden Umweltschutzmassnahmen abgeschafft haben, die während der Heizperiode im Winter negative Auswirkungen auf die Produktion hatten. Auf diese Weise haben staatseigene Unternehmen in rohstoffbezogenen Branchen eine Wiederbelebung erfahren.

Wir gehen allerdings davon aus, dass sich die Verlangsamung des Wachstums vom Mai und Juni im zweiten Halbjahr zunächst fortsetzen sollte, da der von der Regierung eingeleitete Entschuldungsprozess infolge der schwierigeren Finanzierungsbedingungen letztlich seinen Preis fordern wird. Die Massnahmen zur Entschuldung werden zwar mittelfristig fortgesetzt, ihre Umsetzung werden die Entscheidungsträger jedoch flexibel handhaben. Unserer Ansicht nach wird die PBoC die Liquiditätsoperationen durch gezielte Nutzung des Mindestreservesatzes und der mittelfristigen Kreditfazilität flexibel gestalten und so die Kreditvergabe in bevorzugte Segmente der Wirtschaft lenken, anstatt auf breiter Basis Anreize zu bieten. Beispielsweise begünstigt die mittelfristige Kreditfazilität umweltfreundliche Branchen und kleine Un-

ternehmen. Die zuletzt in diese Richtung unternommenen Schritte wurden offenbar auch durch eine Reihe von Ausfällen in der Privatwirtschaft ausgelöst, die nicht im Zusammenhang mit dem Entschuldungsdruck standen, dem die staatseigenen Unternehmen ausgesetzt sind.

### Gezielte Infrastrukturinvestitionen im Einklang mit der Neuausrichtung der Wirtschaft

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die sorglose Zufuhr von Mitteln im Bereich der Infrastrukturinvestitionen nunmehr der Vergangenheit angehört. Künftig werden Investitionen gezielter und nach den Anweisungen der Zentralregierung erfolgen. Das Wachstum der Infrastrukturinvestitionen ist in den letzten Jahren und vor allem in diesem Jahr deutlich zurückgegangen. Die Regierung hat das angestrebte Haushaltsdefizit sowie ihre Ziele für Eisenbahninvestitionen reduziert. Effektive Massnahmen werden zwar oft nicht exakt umgesetzt, die politische Richtung ist dennoch klar. Investitionen in Sachanlagen werden künftig zielgerichteter und gemäss der Kampagne «Schönes China» bevorzugt in umweltfreundlichen Segmenten umgesetzt, in der «Belt and Road Initiative», in Sonderzonen wie Xiong'an oder der Wirtschaftszone Yangtze River Delta sowie in landwirtschaftlichen Entwicklungsprojekten.

### Lokale Regierungen stehen verstärkt unter Beobachtung

Viele der Exzesse im Rahmen von Chinas Investitionsrausch kamen durch Haushaltsüberschreitungen lokaler Regierungen und Gemeinden zustande, da Lokalpolitiker für Wachstum belohnt wurden, was ausserdem eine Ausweitung der Korruption zur Folge

hatte. Seit der Anti-Korruptionskampagne von Präsident Xi und der Einführung neuer Anreize durch die Kommunistische Partei scheinen die Exzesse nachgelassen zu haben. Auch die ausserbilanziellen Aktivitäten von Schattenbanken nehmen ab. Das zeigt die deutliche Abschwächung des gesamten inländischen Finanzierungsvolumens im Mai und Juni, insbesondere der erhebliche Rückgang in Bezug auf das von den lokalen Regierungen verwendete Instrument der Finanzierung mittels Ausgabe von Obligationen.

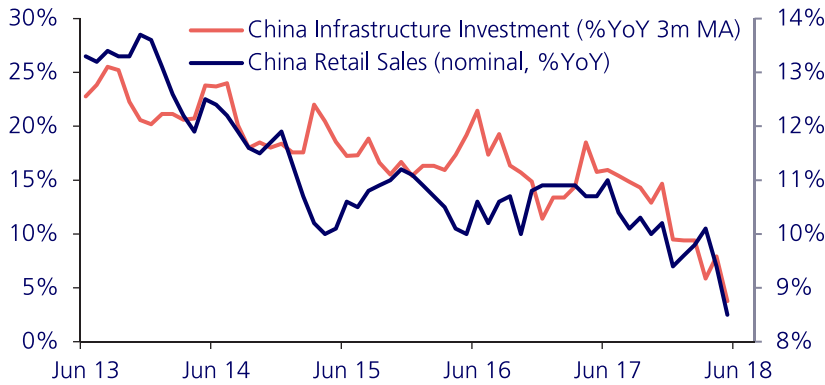
Darüber hinaus neigten die lokalen Behörden dazu, Public Private Partnerships (PPP) zu missbrauchen. Ursprünglich sollten PPPs die Schuldenlast lokaler Regierungen durch gemeinsame Finanzierung mit privaten Partnern verringern. Einige Lokalregierungen missbrauchten die PPPs jedoch, indem sie Schulden fälschlicherweise als Eigenkapital auswiesen. Aus diesem Grund hat das Finanzministerium Ende letzten Jahres Beschränkungen für PPPs eingeführt. Diese Bereinigung hatte eine Verlangsamung des PPP-Wachstums zur Folge. Im März war es sogar rückläufig. Innerhalb von sechs Monaten wurden nahezu 1'700 PPPs im Wert von 1,8 Billionen RMB aufgelöst, zudem wurden mehr als 2'000 PPPs im Wert von 3,1 Billionen RMB angewiesen, ihre Aktivitäten zu korrigieren.

Wir gehen davon aus, dass die Exzesse durch diese Bereinigung soweit reduziert wurden, dass neue, produktive Infrastrukturinvestitionen nun auf besonnenere Weise finanziert werden können.

### Positiver Ausblick für Konsum und Exporte

An diesem Punkt lohnt es sich, noch einmal einen genaueren Blick auf die Auswirkungen zu werfen, die der Nationale Volkskongress, der im März zu Ende ging, auf den mittel-

## Strengere Kreditrichtlinien bremsen Chinas Wachstum



Quelle: Bloomberg, ZIG

fristigen Ausblick für China hat. Der NVK votierte einstimmig dafür, die Begrenzung auf zwei Amtszeiten für den Präsidenten und den Vizepräsidenten aufzuheben. Dies verleiht Präsident Xi uneingeschränkte Macht. Unserer Ansicht nach handelt es sich dabei um die Voraussetzung dafür, die notwendigen Änderungen an der wirtschaftlichen Struktur Chinas vorzunehmen und seine globale Rolle zu stärken, da die Beamten der Zentral- und der Lokalregierungen klare mittel- bis langfristige Anweisungen erhalten, die nachhaltiger sind.

Mit der Zusammenlegung der Banken- und Versicherungsaufsicht zu einer einzigen Einheit und der Stärkung der Position der People's Bank of China erstreckt sich der Umstrukturierungsprozess auch auf staatliche Einrichtungen. Die PBoC ist inzwischen die zentrale Institution für die Steuerung systemischer Risiken, gleichzeitig wurden aber auch dem Finanzministerium mehr Befugnisse in Bezug auf die makroökonomische Regulierung eingeräumt. Der makroprudenzielle Bewertungsrahmen der PBoC wurde erweitert und schliesst nun die Überwachung einiger riskanterer finanzieller Segmente wie etwa Internet- und Immobilienfinanzierungen mit ein, die besser kontrolliert werden müssen, um finanzielle Risiken zu vermeiden. Diese stellen die vorherrschende zentrale Bedrohung für die politische Führung des Landes dar.

Die Modernisierung der Industrie durch die Kombination der beiden Strategien «Made in China 2025» und «Internet+» wird nicht nur in diesem und im nächsten Jahr ein Thema sein, sondern noch für einige Jahre im Mittelpunkt stehen. Um dieses Ziel zu erreichen, wird China seine Wirtschaft öffnen und mehr Importe und ausländische Investitionen zulassen müssen. Ausserdem wird China stabilere Kapitalzuflüsse ermöglichen müssen, um die bestehenden Kapitalexportbeschränkungen zu lockern. Diese wurden eingeführt, als die Kapitalflucht 2017 plötzlich zunahm und einen Teil der akkumulierten Devisenreserven Chinas schwinden liess.

### Deregulierung und Öffnung des Aktienmarktes schreiten weiter voran

Die Programme für qualifizierte Anleger wer-

den verbessert, um mehr ausländisches Kapital anzulocken. Die Öffnung des inländischen Marktes für «A»-Aktien hat gerade begonnen. So wurden am 1. Juni mehr als 200 inländische «A»-Aktien, 2,5 Prozent der Marktkapitalisierung, zum MSCI-Universum hinzugefügt. Weitere 2,5 Prozent folgten am 1. August. Bisher halten ausländische Investoren im Rahmen von Programmen für qualifizierte Investoren, einschliesslich des «Stock Connect»-Programms, nur etwa 3 Prozent der Marktkapitalisierung von «A»-Aktien. Dennoch wurde der Anfang gemacht und weit mehr wird noch folgen, obwohl es sich dabei eher um einen langfristigen Prozess handelt, der über den Horizont unseres aktuellen Ausblicks hinausgeht.

Eine weitere regulatorische Änderung wird sich bereits im dritten Quartal auswirken. Die Regulierungsbehörde hat ein Pilotprogramm für die Kotierung von Chinese Depositary Receipts (CDRs), dem chinesischen Äquivalent von ADRs angekündigt. Dem Anschein nach wird dies 27 nicht börsennotierte inländische Start-up-Unternehmen sowie die fünf bekannten, im Ausland kotierten Unternehmen Alibaba, Baidu, JD.com, Netease und Tencent umfassen. Auf diese Weise wird inländischen

institutionellen und privaten Investoren der Zugang zu diesem vielversprechenden Marktsegment ermöglicht. Sechs CDR-Fonds wurden bereits genehmigt. Zudem wird so eine Brücke zur Kotierung ausländischer Unternehmen und einem möglichen «Schanghai-London Connect»-Programm Ende des Jahres gebaut.

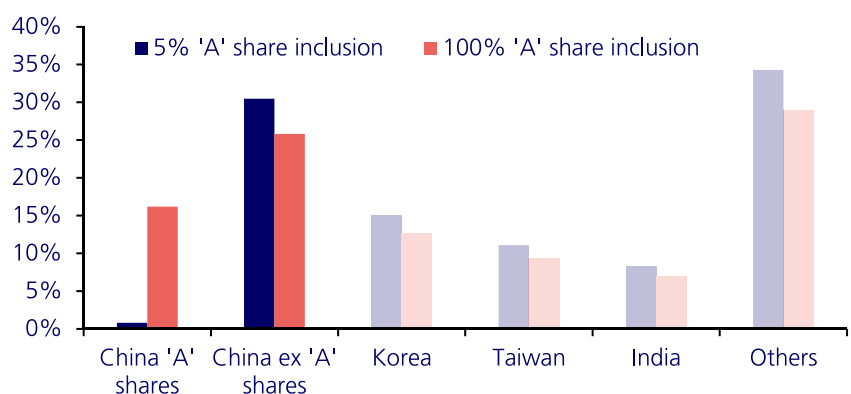
### Positiverer Ausblick für chinesische Aktien, es sei denn, es kommt zum Handelskrieg

Nach einem starken Start haben die im Inland kotierten «A»-Aktien in diesem Jahr deutliche Verluste erlitten. Diese Entwicklung ist vor allem auf Sorgen über eine Verschlechterung der Liquiditätsbedingungen infolge der Massnahmen der Regierung zum Schuldenabbau, einschliesslich der Beschränkung von Schattenbanken, zurückzuführen. Die im Ausland börsennotierten Aktien im MSCI China Index verzeichneten hingegen weniger heftige Verluste. Wir teilen die Sorgen der Marktteilnehmer in Bezug auf die negativen Auswirkungen der zunehmenden Handelsspannungen mit den USA. Allerdings machen die Gewinne der Unternehmen, die den Massnahmen der USA ausgesetzt sind, nur einen sehr geringen Anteil der aggregierten Gewinne aus. Da chinesische Aktien im ersten Halbjahr eine Korrektur erfahren haben, haben sich die Bewertungen verbessert und wir beobachten keine übermässig positive Stimmung wie im letzten Jahr oder zu Beginn dieses Jahres. Solange ein schwerer Handelskrieg vermieden werden kann, nehmen wir dem Markt gegenüber vorsichtig eine etwas zuversichtlichere Haltung ein.

### Hongkong: Geniessen, solange es geht

Hongkong erlebte im ersten Quartal einen Boom. Angeheizt durch den starken Binnenkonsum und die Dienstleistungsexporte wuchs das BIP um 2,2 Prozent im Vergleich zum vorangegangenen Quartal und 4,7 Prozent im Vorjahresvergleich. Der Festland-Tourismus stieg sowohl in absoluten Zahlen als auch in Bezug auf die Ausgaben pro Kopf, und auch die inländischen Einzelhandelsumsätze entwickelten sich gut. Wir gehen allerdings nicht davon aus, dass dieser günstige Trend anhalten wird, da die letzten Einkaufs-

## Chinas Gewicht im MSCI EM wird im Laufe der Zeit zunehmen



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse



managerindex-Werte mindestens auf eine Abkühlung hindeuten. Anhaltende Sorgen im zweiten Halbjahr und bis ins Jahr 2019 hinein dürften die Risiken eines Handelskriegs und verschärfter finanzieller Bedingungen bereiten.

Im Zuge ihrer Bemühungen, den Hongkong-Dollar zu verteidigen, damit er in seiner Handelsbandbreite gegenüber dem US-Dollar bleibt, wird die Notenbank von Hongkong den HIBOR weiter in die Höhe treiben müssen. Wir gehen davon aus, dass die Notenbank von Hongkong in der Lage sein wird, die Koppelung zu verteidigen. Dennoch werden sich die Liquiditätsbedingungen wahrscheinlich verschlechtern, und dies dürfte auch für den noch immer widerstandsfähigen Immobilienmarkt negative Auswirkungen haben. Die südwärts gerichteten Geldflüsse haben in den letzten zwei Jahren deutlich zugenommen, gehen inzwischen aber zurück, und auch dies dürfte sich auf die Liquiditätsbedingungen auswirken.

#### **Taiwans Wirtschaft profitiert von günstigen externen wie auch inländischen Bedingungen, einige Risiken bestehen jedoch**

Taiwans Wirtschaft befindet sich nach wie vor in einer recht guten Verfassung, zu der sowohl die Aussenwirtschaft als auch die Binnennachfrage beiträgt. Obwohl der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe seit seinem Höchststand im Januar 3,8 Punkte eingebüsst hat, liegt er mit 53,1

noch immer deutlich über der Grenze von 50 Zählern, die Wachstum von Schrumpfung trennt. Die Wirtschaftsindikatoren für April und Mai, wie zum Beispiel die Industrieproduktion und die Exporte, hatten die Konsenserwartungen zunächst noch übertroffen, neigten zuletzt jedoch zur Schwäche.

Die Binnenwirtschaft wird voraussichtlich stabil bleiben, und die gestiegenen Einkommen der privaten Haushalte dürften sich in einem stabilen Konsum niederschlagen. Die Verbesserung der Immobilienpreise in Taiwan wird sicherlich positiv zum Konsumklima beitragen. Taiwans Zentralbank, die CBC, dürfte bis auf Weiteres keine Massnahmen ergreifen. Eine leichte Anhebung des Leitzinses nach den Lokalwahlen Ende des Jahres hätte eher symbolischen Charakter.

Angesichts des hohen Anteils in Taiwan gefertigter Komponenten an den Exporten Festland-Chinas in die USA hätte eine Eskalation des Handelsstreits zwischen China und den USA erhebliche Folgen für Taiwans Exportbranchen. In einem solchen Negativszenario würde die CBC offensichtlich bei ihrer derzeitigen lockeren Geldpolitik bleiben.

Taiwans Aktienmarkt hat sich in diesem Jahr bisher relativ gut gehalten und die Bewertungen der Aktien sind noch immer attraktiv. Risiken könnten unserer Ansicht nach durch eine Abschwächung des globalen Halbleiterzyklus entstehen. Dies hätte Auswirkungen für Taiwans Aktienmarkt, da der Informationstechnologiesektor über 60 Prozent der Marktkapitalisierung des MSCI Taiwan ausmacht.

# ASEAN und Indien

## Ausblick

- Viele asiatische Zentralbanken haben einen Straffungszyklus begonnen, um die Stabilität der lokalen Wechselkurse zu verteidigen
- Die Infrastrukturausgaben dürften die Binnennachfrage stützen, der Gegenwind für den privaten Konsum nimmt jedoch zu
- Positiv ist, dass die ASEAN-Region auf China als stabilen Handelspartner und Investor vertrauen kann

## Auswirkungen

- Wir erwarten Phasen erhöhter Volatilität an den lokalen Währungs- und Zinsmärkten
- Aktien der ASEAN-Region und indische Aktien dürften unterschiedlich abschneiden
- Da die wirtschaftlichen Fundamentaldaten heute wesentlich stärker sind, gehen wir nicht von einer Neuauflage des «Taper Tantrum» von 2013 aus

## Risiken

- Der Dollar wertet dauerhaft auf, und die finanziellen Bedingungen verschärfen sich stärker als erwartet
- Die einheimischen Zentralbanken gehen bei der Anhebung der Zinsen zu aggressiv vor und schaden so der Binnennachfrage
- Das globale Wachstum nimmt deutlich ab, und dies hat in Asien Folgen für die Exporte des verarbeitenden Gewerbes

### Die Binnennachfrage dürfte die negativen Nettoexporte in der ASEAN-Region ausgleichen

Im ersten Halbjahr 2018 war das Exportwachstum volatil, aber insgesamt widerstandsfähig. Die im Verhältnis zu den Lieferungen hohen Lagerbestände deuten auf eine Abschwächung des Elektronik- und Halbleiterzyklus hin, auch wenn die Nachfrage nach Maschinenexporten gestiegen ist. Wir gehen davon aus, dass die Nettoexporte das Wachstum schmälern werden, da es sich bei den meisten ASEAN-Ländern um Nettoölimporteur handelt. Angetrieben durch öffentliche Infrastrukturausgaben, dürfte die Binnennachfrage den Rückgang der Nettoexporte jedoch ausgleichen. Da sich die finanziellen Bedingungen verschärfen, ist der Ausblick für den privaten Konsum eher unsicher.

### Der Straffungszyklus hat begonnen

Die Normalisierung der Geldpolitik in den USA hat die Renditen für US Treasuries steigen lassen und sich zuletzt auch auf den US-Dollar ausgewirkt. Gegenüber den Währungen der asiatischen Schwellenländer dürfte der US-Dollar weiter aufwerten und die lokalen Zentralbanken dazu zwingen, die Leitzinsen anzupassen, um Portfolioabflüsse einzudämmen und/oder der inflationären Wirkung schwächerer einheimischer Währungen zuvorzukommen. Was die finanzielle Anfälligkeit betrifft, unterscheiden wir drei Kategorien von Ländern.

Indien und Indonesien sind anfällig, weil sie jeweils ein Zwillingsdefizit aufweisen. In Indien dürfte die Verbraucherpreisinflation aufgrund der schwächeren Rupie und der höheren Ölpreise das Ziel der Zentralbank übertreffen, und das Leistungsbilanz-Defizit dürfte

von derzeit  $-2,0$  auf etwa  $-2,5$  Prozent des BIP anwachsen. In Indonesien liegt die Inflation deutlich unter dem Ziel der Bank Indonesia. Höhere währungsbereinigte Preise werden jedoch das Haushaltsdefizit und in geringerem Masse auch das Leistungsbilanz-Defizit belasten. Beide Länder sind internationale Nettoschuldner, was gerade im Fall von Indonesien zum Tragen kommt, da sich ein grosser Anteil der einheimischen Staatsanleihen (38 Prozent) in ausländischem Besitz befindet. Wir gehen davon aus, dass beide Zentralbanken die Zinsen 2018 anheben werden. Liquiditätskrisen sind äusserst unwahrscheinlich, allerdings bedeuten höhere lokale Zinsen in beiden Ländern Gegenwind für den Binnenkonsum.

In Malaysia ist das Verhältnis der Bruttoauslandsverschuldung zum BIP am höchsten, seine Nettoauslandsschulden sind jedoch gering. Darüber hinaus profitiert sein Leistungsbilanzüberschuss von den gestiegenen Ölpreisen. Allerdings dürfte die Politik der neuen Regierung volatilere Steuereinnahmen zur Folge haben. Zudem dürften neue politische Ankündigungen Portfolioabflüsse nach sich ziehen, insbesondere für den Fall, dass internationale Ratingagenturen ihre Bewertung ändern. Trotz der wahrscheinlich bevorstehenden Phase volatiler Portfolioflüsse dürfte das Wachstum in Malaysia ungebrochen weitergehen.

Die internationale Nettoverschuldung der Philippinen ist gering. Die Leistungsbilanz des Landes entwickelt sich negativ und die Inflation wird das Ziel der Zentralbank voraussichtlich übertreffen, was zu einer Zinserhöhung führen dürfte. Dennoch gehen wir nicht davon aus, dass die geldpolitische Straffung das Land von seinem soliden Wachstumskurs abbringen wird.

Vietnam und Thailand befinden sich in guter Verfassung angesichts ihres jeweiligen Leistungsbilanzüberschusses und des niedrigen Verhältnisses von Auslandsverschuldung zum BIP. In beiden Ländern dürfte die Inflation leicht anziehen, allerdings jeweils von einem niedrigen Niveau aus.

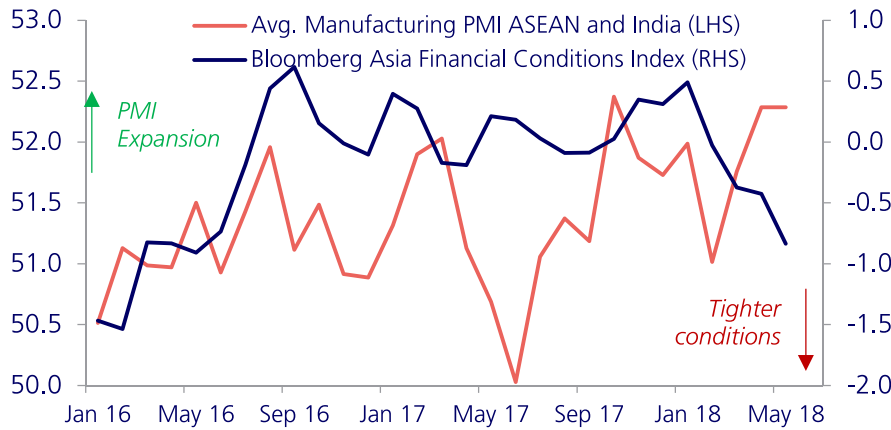
Verglichen mit den Bedingungen vor dem «Taper Tantrum» von 2013 weist die ASEAN-Region solide Fundamentaldaten auf. Hinzu kommt, dass Chinas Rolle als Investor und Handelspartner der ASEAN-Region inzwischen noch ausgeprägter ist. Die chinesischen Behörden haben ambitionierte Reformen eingeführt, um die einheimische Verschuldung und die Kreditvergabe durch Schattenbanken zu bekämpfen, wenngleich die Restriktionen zuletzt infolge einer schwächeren Konjunktur abgeschwächt wurden. Mittelfristig wird sich Chinas stärkere Fokussierung auf den Erhalt des Wachstums günstig für die ASEAN-Region auswirken.

### Indien: Externer Gegenwind für die zyklische Erholung

In Indien erholt sich das Wachstum infolge günstiger Basiseffekte und weil sich die wirtschaftliche Aktivität nach den Störungen durch die «Goods and Service Tax» (GST) im letzten Jahr normalisiert. Die Autoverkäufe haben zugenommen, was für ein gesundes Wachstum des ländlichen wie auch des städtischen Konsums spricht. Dank der beschleunigten Realisierung von Infrastrukturprojekten für den öffentlichen Verkehr haben sich die Investitionen in Sachanlagen erholt.

Die Inflation dürfte von derzeit 5% weiter anziehen. Durch die Verbrauchssteuern tragen die Verbraucher und die Unternehmen die Hauptlast der steigenden Ölpreise. Darü-

## Solide Konjunktur trotz erschwerter Finanzierungsbedingungen



Quelle: Bloomberg

ber hinaus wird die Regierung in diesem Jahr eine Reihe inflationärer Massnahmen umsetzen, wie etwa die Anhebung der Mindestpreise in der Landwirtschaft.

Wie bereits erwähnt, wird das Leistungsbilanz-Defizit zunehmen. Die weitere Entwicklung des Haushaltsdefizits ist ungewiss. Grosszügige Steuerausgaben, wie zum Beispiel das neue Gesundheitsschutzprogramm, werden durch höhere Steuereinnahmen zum Teil ausgeglichen. Wir vermuten, dass die Regierung ausserdem einige Infrastrukturprojekte für ein paar Monate aufschieben könnte, um ihr Haushaltsziel zu erreichen.

Insgesamt betrachtet machen die strukturellen Reformen in Indien gute Fortschritte. Die monatlichen Einnahmen durch die GST haben das Ziel der Regierung von 1 Billion indischen Rupien im April 2018 übertroffen. Die Reserve Bank of India (RBI) hat die Regeln für die Offenlegung und Umstrukturierung notleidender Vermögenswerte verschärft und die Sanierung der Bilanzen der öffentlichen Banken schreitet voran.

Was die kurzfristigen Aussichten für Indien betrifft, nehmen wir eine vorsichtigeren Haltung ein. Die geldpolitischen Bedingungen dürften sich etwas verschärfen und die Ölpreise, und die Volatilität der globalen Märkte stellen Gegenwind für den Binnenkonsum dar. Dennoch gehen wir davon aus, dass Indien gegenwärtig besser auf diese Hindernisse vorbereitet ist als dies 2013 der Fall war. So sind zum Beispiel die Devisenreserven vom fünffachen monatlichen Einfuhrvolumen im Jahr 2013 mittlerweile auf das Achtfache gestiegen. Ausserdem sind wir zuversichtlich, was die Verbesserungen am strukturellen Wachstum des Landes angeht. Politische Risiken bestehen natürlich nach wie vor. Im Vorfeld der Wahl zur Lok Sabha, die für April 2019 geplant ist, verbündet sich die Opposition gegen die BJP. Eine Niederlage der BJP würde zur Unterbrechung der Strukturreformen führen, dies ist jedoch nicht unser Basiszenario.

### Indonesien: Es stehen schwerere Zeiten bevor

Die Renditen für zweijährige indonesische Staatsanleihen sind auf derzeit 7,2 Prozent

gestiegen, ein Zeichen dafür, dass die Zeiten der billigen und einfachen Finanzierung vorbei sind. Wir gehen davon aus, dass die Bank Indonesia (BI) den Schwerpunkt auf die Stabilität des Wechselkurses legen und in diesem Jahr wahrscheinlich eine weitere Zinserhöhung vornehmen wird.

Angesichts der bevorstehenden Regional- und Parlamentswahlen hat sich die Regierung verpflichtet, die Preise für subventionierte Treibstoffe und Energie stabil zu halten und die Preise für nicht subventionierte Treibstoffe zu kontrollieren. Das Haushaltsdefizit, das sich im letzten Jahr auf -2,6 Prozent belief, dürfte sich demnach weiter ausweiten. Da die Regierung gesetzlich an eine Obergrenze von maximal 3 Prozent gebunden ist, müssen möglicherweise Ausgaben in anderen Bereichen reduziert werden, um die höheren Treibstoffsubventionen zu kompensieren.

Trotz des kurzzeitigen Anstiegs des privaten Konsums, der durch Sonderausgaben vor der Wahl ausgelöst wurde, machen uns die wirtschaftlichen Auswirkungen einer strafferen Geldpolitik und der begrenzte steuerliche Spielraum Sorgen. In den letzten Jahren wurde das Wachstum von den öffentlichen

Infrastrukturinvestitionen angetrieben. Im Jahr 2017 wurden 150 Kilometer Mautstrassen fertiggestellt. Für 2018 sind weitere 175 Kilometer geplant. Auch bei der Erweiterung von Hafen- und Kraftwerkskapazitäten hat die Regierung Fortschritte erzielt. Der private Konsum ist hingegen schwach. Angespanntere finanzielle Bedingungen stellen 2018/2019 zusätzliche Hindernisse für den Verbrauch dar. Wir vermuten, dass die Regierung die Priorität der Infrastrukturprojekte neu festlegen und einige von ihnen hinauschieben wird, um sich auf die Unterstützung der Verbraucher zu konzentrieren.

Trotz unserer Sorge um das Wachstum gehen wir nicht davon aus, dass es in Indonesien zu einer Liquiditätskrise kommen wird. Schliesslich haben sich die meisten externen Kennzahlen gegenüber dem ersten Quartal 2013 (dem Zeitraum vor dem «Taper Tantrum») verbessert. Darüber hinaus hat Indonesien etwa die Hälfte seiner 2018 emittierten Staatsanleihen platziert. Für den Fall einer schweren Liquiditätsknappheit gehen wir zudem davon aus, dass die Kreditgeber aus China und Japan Hilfe leisten würden.

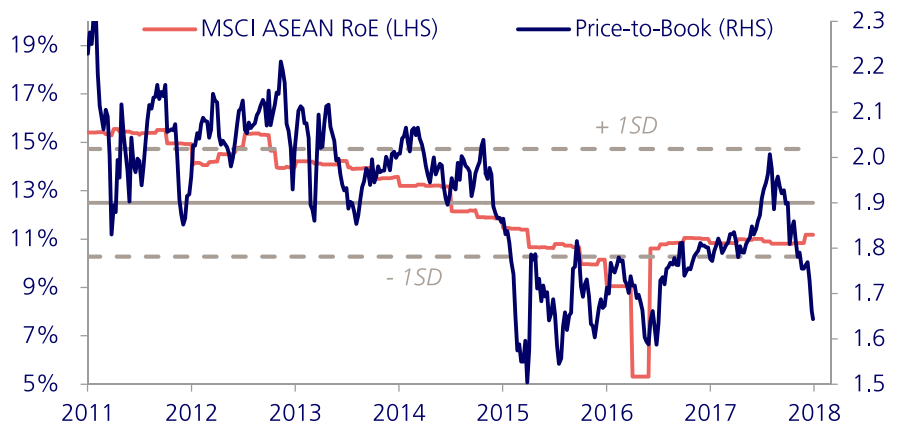
Ermutigend für langfristig orientierte Investoren sind die anhaltenden Bemühungen der Regierung, das Geschäftsumfeld des Landes zu verbessern. Die jüngsten Vorschriften vereinheitlichen die Verwaltungsverfahren und erweitern die steuerlichen Vorteile für Investitionen im Bereich Forschung und Entwicklung. Die ausländischen Direktinvestitionen sind im bisherigen Jahresverlauf um 10 Prozent im Vorjahresvergleich gestiegen und dürften einen grossen Teil des Leistungsbilanz-Defizits ausgleichen.

### Malaysia: Aufwärtspotenzial für den Konsum bei wahrscheinlicher Lockerung der Finanzpolitik

Die neue malaysische Regierung unter der Führung von Premierminister Mahathir Mohamad hat bisher erst einen kleinen Teil ihrer Reformpläne öffentlich gemacht.

Davon ausgehend, was wir bisher erfahren haben, und basierend auf dem Wahlprogramm der Pakatan-Harapan-Partei, dürfte die neue Politik dem privaten Konsum einen Schub verleihen. Das Konsumklima hat sich

## ASEAN Aktien sind günstig bewertet



Quelle: Bloomberg

in diesem Jahr bisher erholt und die Reallöhne sind leicht gestiegen. Reformen wie die Abschaffung der «Goods and Services Tax» (GST) und die Wiedereinführung der Treibstoffsubventionen werden die Kostenlast von den Verbrauchern hin zu den Erzeugern verlagern. Ausserdem hat die Regierung versprochen, den Mindestlohn zu erhöhen. Das Wachstum des privaten Konsums dürfte die nachlassende Produktion ausgleichen. In der Tat ist das Wachstum der Exporte des verarbeitenden Gewerbes in den letzten Monaten zurückgegangen.

Die Inflationsaussichten sind weniger klar. Wir gehen davon aus, dass die Kerninflation leicht steigen wird. Auf die Inflation dürfte sich allerdings negativ auswirken, dass die GST durch die «Sales and Service Tax» (SST) ersetzt wurde.

Der Finanzminister hat für 2018 Einnahmeausfälle von etwa 21 Milliarden malaysischen Ringgit angekündigt, die durch Kosteneinsparungen in der öffentlichen Verwaltung sowie durch die höheren Ölpreise und Dividenden von Unternehmen mit staatlicher Beteiligung ausgeglichen werden sollen. Obwohl das Ziel der Regierung, ein Haushaltsdefizit von 2,8 Prozent, erreichbar scheint, wird die Abhängigkeit von den volatilen Öleinnahmen unserer Ansicht nach in den kommenden Jahren negative Auswirkungen für die Haushaltsbilanz haben. Wie bereits erwähnt werden die malaysischen Finanzen durch einen komfortablen Leistungsbilanzüberschuss und die Profite des Landes aus den Nettoölexporten abgedeckt. Da sich die einheimischen Staatsanleihen (MGS) jedoch zu 42 Prozent in ausländischem Besitz befinden, wird Malaysia voraussichtlich unter phasenweisen Portfolioabflüssen zu leiden haben.

Die Regierung konzentriert sich darauf, die Gesamtverschuldung und die Verpflichtungen zu reduzieren, die sich einschliesslich Regierungsgarantien gegenüber Einheiten, die als insolvent gelten, auf 80 Prozent des BIP belaufen. Dazu gehört auch, die Bedingungen bestehender Infrastrukturprojekte wie der

East Coast Rail Link, die grösstenteils durch chinesische Kredite finanziert wurden, neu zu verhandeln. Die Überprüfung der Infrastruktur-Pipeline bewerten wir hauptsächlich positiv, da nicht alle Projekte aus geschäftlicher und finanzieller Sicht sinnvoll für Malaysia sind. Zudem gehen wir davon aus, dass die Bemühungen der Regierung um grössere Transparenz im öffentlichen Bereich und bei den Unternehmen das Geschäfts- und Investitionsumfeld in Malaysia verbessern werden.

### **Asiatische Finanzmärkte**

Das Jahr 2018 wird voraussichtlich durch anhaltend volatile Währungsmärkte der asiatischen Schwellenländer und durch Aufwärtsdruck auf die lokalen Zinsen gekennzeichnet sein, da die einheimischen Zentralbanken dem Beispiel der US-Notenbank folgen werden.

Die Volatilität der lokalen Währungen macht die Renditen für ausländische Investoren an den Aktienmärkten der asiatischen Schwellenländer weniger attraktiv. Dies ist einer der Gründe für die umfangreichen ausländischen Abflüsse, die asiatische Aktien zwischen Februar und Juni 2018 hinnehmen mussten. Unserer Ansicht nach sind die Abflüsse an einigen Märkten zu massiv ausgefallen. In Indonesien und auf den Philippinen sind die Bewertungen auf Krisenniveau gesunken und damit attraktiver geworden.

In Malaysia dürften die Aktien von der nachlassenden politischen Unsicherheit durch die Fortschritte der Regierung bei ihrem 100-Tage-Reformplan profitieren. Auch eine Sektorrotation ist wahrscheinlich, da die Überprüfung der Infrastrukturprojekte Folgen für die Bauunternehmen haben dürfte, Konsum-Unternehmen hingegen voraussichtlich von der verbraucherfreundlichen Politik profitieren werden.

Die Bewertungen von Aktien in Singapur sind relativ günstig und die verbesserte makroökonomische Dynamik dürfte sich positiv auswirken.

# Australien

## Ausblick

- Angetrieben durch Exporte und Investitionen dürfte das Wachstum 2018 auf 2,8 Prozent im Vorjahresvergleich steigen
- Angesichts der schwächer werdenden zyklischen Antriebsfaktoren erwarten wir 2019 eine Abkühlung der Konjunktur
- Begünstigt durch die akkommodierenden geldpolitischen Bedingungen dürfte es bei den privaten Haushalten zu einer leichten Entschuldung kommen

## Auswirkungen

- Lockere Finanzierungsbedingungen sind günstig für Aktien
- Bankaktien dürften unter dem nachlassenden Kreditwachstum leiden
- Wie die Renditen für US Treasuries werden voraussichtlich auch die Renditen für australische Staatsanleihen steigen, die Zinsdifferenz dürfte jedoch negativ bleiben

## Risiken

- Die Finanzen der privaten Haushalte verbessern sich nicht und belasten das Wachstum länger als erwartet
- Die hoch verschuldeten privaten Haushalte werden durch einen externen wirtschaftlichen Schock destabilisiert
- Die Zentralbank nimmt verfrüht eine Zinserhöhung vor

Im Jahr 2018 erwarten wir ein starkes Wachstum von etwa 2,8 Prozent im Vorjahresvergleich. Für 2019 gehen wir dann von einem etwas schwächeren Wachstum von etwa 2,5 Prozent aus, da der positive Beitrag durch Investitionen und Exporte abnimmt. Wir nehmen an, dass sowohl die Unternehmen als auch die Beschäftigten etwas vom Kuchen des Nationaleinkommens abbekommen werden, und dies dürfte den Konsum stützen. Unserer Ansicht nach besteht erhebliche Unsicherheit darüber, wie schnell sich das Lohnwachstum beschleunigen wird. Die geldpolitischen Bedingungen dürften entgegenkommend bleiben, bis das Lohnwachstum anzieht. Die fiskalischen Bedingungen werden voraussichtlich weniger angespannt sein, als vom Bundeshaushalt vorhergesagt. Unser Basisszenario sieht eine leichte Entschuldung vor und berücksichtigt dabei, dass die privaten Haushalte anfällig für einen möglichen makroökonomischen Schock geworden sind. Für 2019/2020 rechnen wir mit verstärktem Gegenwind und damit, dass die erwartete leichte Rezession in den USA nicht ohne Auswirkungen bleibt.

### **Bergbau: 2018 wird die volle Produktionskapazität erreicht**

In den Jahren 2016 und 2017 machten Ressourcen und Energie 68 Prozent der australischen Güterexporte aus und trieben die Handelsbilanz und die Steuereinnahmen in die Höhe. Der positive Beitrag der Nettoexporte dürfte sich jedoch 2018/2019 verringern. In der Tat wird das Wachstum des Eisenerzexports voraussichtlich leicht negativ ausfallen, da China, der wichtigste Markt für Eisenerz, die Finanzierung für Infrastruktur- und Immobilieninvestitionen gestrafft hat. Zudem verfügt China über umfangreiche Lagerbestände an Eisenerz, was zu einer Entkopplung der Preise für Stahl und für Eisenerz geführt hat. Die

Preise für Flüssigerdgas werden hingegen wahrscheinlich wie die Brent-Preise leicht steigen. Die Exportvolumina von Flüssigerdgas dürften bis Ende 2018 zunehmen, wenn die volle Produktionskapazität erreicht wird.

Nach 2018 sind keine grossen Brownfield-Projekte geplant, und eine Umfrage unter den Bergbauunternehmen lässt darauf schliessen, dass die Investitionsabsichten für 2019 erheblich zurückgehen. Der Bergbausektor beschäftigt lediglich 1,8 Prozent der Arbeitskräfte und diese Zahl dürfte stagnieren.

### **Solide Investitionen ausserhalb des Bergbaus bis 2019**

Anders als im Bergbau dürften die Investitionen ausserhalb des Bergbaus 2018/2019 solide steigen, unterstützt durch eine wachsende Pipeline von Infrastrukturprojekten. Wir erwarten allerdings, dass das vierteljährliche Investitionswachstum volatil sein wird. Die Baugenehmigungen für Gewerbeimmobilien, ein Frühindikator für Investitionen im Baubereich, sind auf den Stand von 2016 zurückgegangen. Auch die Baugenehmigungen für Büroimmobilien sind leicht gesunken. Dabei könnte es sich um eine Nebenwirkung der sinkenden Zahl von Baugenehmigungen im Wohnungsbau handeln. Nach 2018 sind die Aussichten für Investitionen weniger rosig, da der geplante Investitionsumfang der Unternehmen zurückgeht.

### **Keine überzeugende Erholung des Konsums**

Trotz einiger Lebenszeichen bei den Verkäufen von Haushaltswaren und den Ausgaben für Restaurants nehmen die Einzelhandelsumsätze insgesamt weiter ab. Das Konsumklima entwickelt sich seitwärts, was schlechte Aussichten für die Einzelhandelsumsätze in den kommenden Monaten verheisst. Es gibt zwei

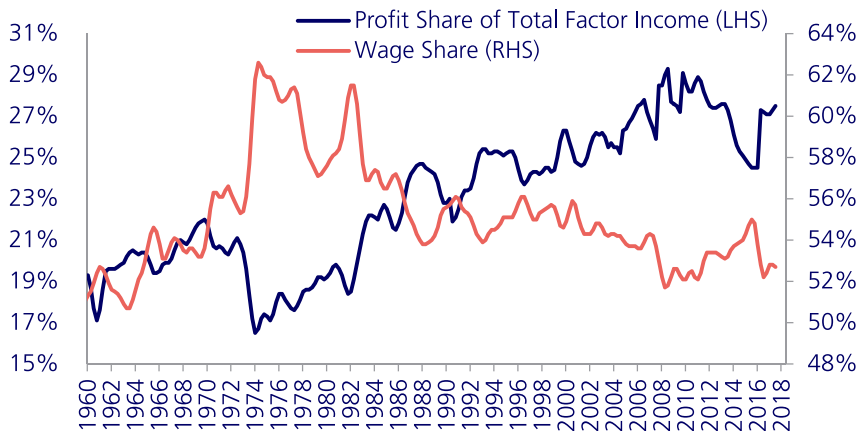
Faktoren, die die Konsumausgaben belasten, zum einen das gedämpfte Lohnwachstum (das im nächsten Jahr leicht zulegen soll) und zum anderen die schärferen Kreditbedingungen (die noch schärfer werden dürften).

### **Die Unterbeschäftigung dürfte langsam abnehmen**

Bei den Lohndaten zeigen sich positive Anzeichen. Der Lohnpreisindex liegt nach seinem Allzeittief von 1,9 Prozent im Vorjahresvergleich inzwischen stabil bei 2,1 Prozent im Vorjahresvergleich. Unterdessen hat die Fair Work Commission eine Anhebung des Mindestlohns um 3,5 Prozent angekündigt. Dennoch ist das gegenwärtige Tempo der Lohnzuwächse unzureichend. So liegt das reale Lohnwachstum kaum über Null. Der Rückgang der Sparquote auf ungefähr 2 Prozent, den tiefsten Wert seit 11 Jahren, zeigt, dass die privaten Haushalte zu kämpfen haben.

Wenn es um Lohnverhandlungen geht, vermuten wir, dass sich die Arbeitgeber in einer besseren Position befinden als die Arbeitnehmer. Tatsächlich stieg der Anteil des gesamten Faktoreinkommens, der in die Unternehmensgewinne floss, im ersten Quartal auf etwa 28 Prozent, 2 Prozentpunkte unter dem Rekordstand, während der Anteil der Löhne auf etwa 52 Prozent zurückging. Das Arbeitskräfteangebot ist im letzten Jahr leicht gestiegen, was sich negativ auf die Verhandlungsmacht der Beschäftigten auswirkt haben dürfte. Die Erwerbsbeteiligung liegt mittlerweile bei 65,6 Prozent und damit nur 0,1 Prozentpunkte unter dem höchsten je gemessenen Wert, daher sehen wir von nun an nur noch begrenztes Aufwärtspotenzial. Auch Frühindikatoren wie offene Stellen und Unternehmensumfragen deuten auf künftig geringere, aber dennoch stetige Beschäftigungszuwächse hin. Die Gesamt-Un-

## Lohnanteil des Einkommens nahe dem Allzeittief



Quelle: Thomson Reuters Datastream

terbeschäftigungsquote (Arbeitslosigkeit plus Unterbeschäftigung) müsste um mindestens 50 Basispunkte auf etwa 13,5 Prozent sinken, um das Lohnwachstum auf 2,5 Prozent im Vorjahresvergleich steigen zu lassen. Unserer Ansicht nach liegt eine solche Entwicklung 2018/2019 im Bereich des Möglichen, wenn man von weiteren Zuwächsen bei der Vollzeitbeschäftigung und einer stabilen Erwerbsquote ausgeht.

Diese Einschätzung birgt einige Abwärtsrisiken. Negativ überrascht hat uns in der Vergangenheit die langsame Straffung des Arbeitsmarktes und die anhaltende Lücke zwischen den Profiten und dem Lohnwachstum. Die jüngsten Zuwächse beim Arbeitskräfteangebot waren in erster Linie auf weibliche Arbeitskräfte zurückzuführen, ein Phänomen, das auch in anderen Ländern zu beobachten ist. Diese Veränderung der sozialen Strukturen führt zu Unsicherheit in Bezug auf das Szenario eines angespannteren Arbeitsmarktes, der zu einem schnelleren Lohnwachstum führt.

### Der Druck auf die Bilanz der privaten Haushalte ist erträglich

Wir sind zuversichtlich, was das Lohnwachstum betrifft. Negativer fällt unsere Einschätzung aus, wenn es um die Folgen der erhöhten Verschuldung der privaten Haushalte geht. Die Haushaltsschulden haben den Sättigungsgrad von 190 Prozent des Einkommens erreicht. Wenn man Verrechnungskonten berücksichtigt, geht die Quote leicht zurück.

Die Bücher der Kreditgeber weisen bisher kaum Anzeichen von Druck auf, und die durchschnittlichen vorzeitigen Hypothekentilgungen belaufen sich auf einen komfortablen Puffer von 32 Monaten. Erhebliche Unterstützung kommt dabei von den niedrigen Zinssätzen. So machen die Zahlungen von Hypothekenzinsen lediglich ungefähr 9 Prozent des Haushaltseinkommens aus. Die Hypothekenzinsen werden im kommenden Jahr voraussichtlich nicht steigen. Viele Kreditnehmer waren jedoch gezwungen, von tilgungsfreien Darlehen zu Darlehen mit Tilgungs- und Zinszahlungen zu wechseln. Daher werden sich ihre Verbindlichkeiten erheblich erhöhen. Wenn die privaten Haushalte den Schwer-

punkt auf die Hypothekenzahlungen legen, wird der Konsum wahrscheinlich darunter leiden. Ausserdem erwarten wir einen leichten Anstieg des Gesamtbetrags der Hypothekerrückstände von einem niedrigen Niveau aus (derzeit machen die Rückstände 0,8 Prozent des Hypothekenbestands aus).

### Wachstum der Hypothekenvergabe dürfte nachlassen

Parallel dazu werden neue makroprudenzielle Massnahmen, beeinflusst durch die Erkenntnisse der Banking Royal Commission, wahrscheinlich die Vergabe neuer Hypotheken belasten. Nach dem rapiden Rückgang tilgungsfreier Kredite hat die Australian Prudential Regulation Authority (APRA) die Obergrenze für tilgungsfreie Hypotheken aufgehoben, bereitet jedoch zusätzliche Bestimmungen vor. Die einheimischen Banken wurden aufgefordert, Höchstgrenzen für die Schuldenquoten einzelner Schuldner zu prüfen. Auf das Wachstum der Kreditvergabe wird dies negative Auswirkungen haben, da die Vergabe sehr hoher Kredite im Verhältnis zum Einkommen (sechsfach) derzeit etwa 30 Prozent der neu vergebenen Kredite ausmacht. Darüber hinaus werden die Due-Diligence-Pro-

zesse der Banken und die Überprüfung der finanziellen Situation von Kreditnehmern vermehrt auf den Prüfstand gestellt.

Infolge des langsameren Wachstums in Melbourne und des Negativwachstums in Sydney ging der 8-Städte-Durchschnittspreis für Wohnimmobilien in Australien von CoreLogic im Mai um 1,1 Prozent im Vorjahresvergleich zurück. In Sydney sind die Häuserpreise seit dem Höchststand 2017 um 4 Prozent gesunken, liegen aber immer noch 66 Prozent über ihrem Tief von Mitte 2012. Neben den schärferen Bedingungen für die Kreditvergabe deuten auch Frühindikatoren wie Immobilienverkäufe und Baugenehmigungen auf einen leichten Rückgang hin. Wir gehen allerdings von einer langsamen Abkühlung des Immobilienmarktes aus und nicht von einer harten Landung. Tatsächlich dürften die geldpolitischen Bedingungen im kommenden Jahr günstig bleiben.

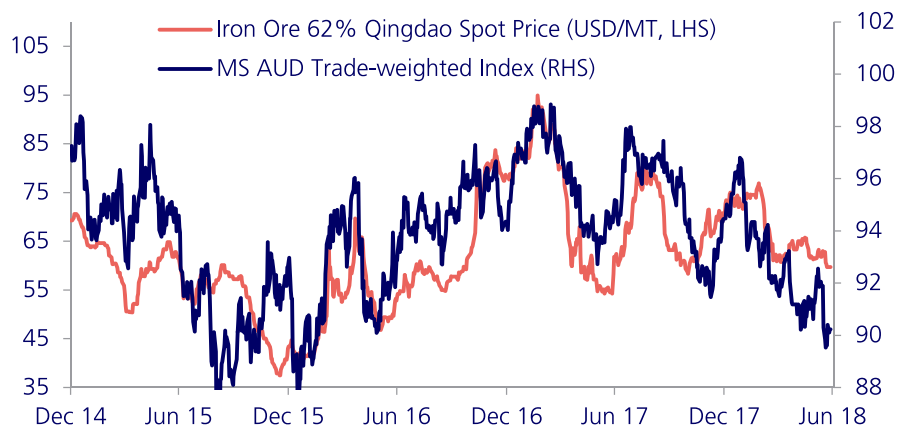
Wir stellen fest, dass die Finanzen der privaten Haushalte anfällig geworden sind und ein externer wirtschaftlicher Schock eine erhebliche Belastung für sie bedeuten könnte. Die Schuldenquote im Bereich der Wohnimmobilien liegt derzeit bei etwa 29 Prozent, dürfte aber leicht steigen, wenn sich die Immobilienbewertungen verschlechtern.

### Vorerst negative fiskalische Impulse

Die Haushaltsbilanz wird sich dem Bundeshaushalt zufolge 2019/2020 in den positiven Bereich bewegen. Daher wird erwartet, dass der strukturelle fiskalische Impuls für das BIP in den nächsten beiden Jahren negativ ausfällt. Ausserdem wurde eine Reihe von Einkommenssteuersenkungen angekündigt, die aber wahrscheinlich nur moderate ca. 0,2 Prozent des BIP 2019/2020 ausmachen dürften, bevor sie 2022/2023 auf erheblichere ca. 0,8 Prozent des BIP ansteigen.

Wir gehen nicht davon aus, dass vor den Parlamentswahlen im April bis Mai 2019 wesentliche finanzpolitische Massnahmen angekündigt werden. Tatsächlich befürwortet die öffentliche Meinung eindeutig fiskalischen Konservatismus. Nach den Wahlen werden die Staatsausgaben unseren Vermutungen nach grosszügiger ausfallen müssen als erwartet. Von entscheidender Bedeutung ist die

## Der handelsgewichtete australische Dollar ist günstiger geworden



Quelle: Bloomberg

Einkommenssituation der privaten Haushalte. Positiv zu bewerten ist hingegen die relativ komfortable Haushaltssituation Australiens. Mit derzeit 1 Prozent hält sich das Haushaltsdefizit in Grenzen und durch die Sicherheitsreserve kommt ein Puffer von weiteren ca. 1,2 Prozent des BIP hinzu. Zudem beträgt Australiens Nettostaatsverschuldung lediglich 19 Prozent und liegt damit unter dem Niveau der meisten anderen Länder mit AAA-Rating.

### **Die RBA wartet geduldig auf höheres Lohnwachstum**

Die Reserve Bank of Australia (RBA) bleibt bei ihrer positiven Haltung, wenn es um Prognosen für das reale Wachstum geht. Wenn es jedoch um die Situation der privaten Haushalte geht, schlägt sie mittlerweile in ihren Erklärungen einen ernsten Ton an. Der Hauptschwerpunkt für die Zentralbank ist inzwischen das Lohnwachstum, da sie einen echten Anstieg anstrebt, um eine Leitzinserhöhung zu rechtfertigen. Der Einschätzung der RBA zufolge wird die zugrunde liegende Inflation erst im Juni 2020 2 Prozent im Vorjahresvergleich überschreiten, und die Arbeitslosenquote wird das ganze Jahr 2020 hindurch über ihrer geschätzten inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NonAccelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU) von 5 Prozent liegen. Die Botschaft ist eindeutig: Die RBA wird bei ihrer Haltung bleiben.

Einige Analysten haben angedeutet, dass möglicherweise Senkungen des Leitzinses geprüft werden, um dem Rückgang der Wohnimmobilienpreise entgegenzuwirken. Diese Einschätzung teilen wir nicht. Die RBA hat die APRA mit der Aufgabe betraut, den Hypothekenmarkt zu regulieren, und dürfte die langsame Abkühlung des Wohnungsmarktes und die Verringerung des Hypothekenzwachstums als Erfolg werten. Sollte der Wohnungsmarkt einer erheblichen Belastung ausgesetzt sein, gehen wir zudem davon aus, dass als Gegenmassnahme zuerst einige makroprudenzielle Massnahmen aufgehoben werden würden, statt den Leitzins zu senken. Schliess-

lich strebt die RBA Lohnwachstum und nicht Kreditwachstum zur Unterstützung der Nachfrage an.

Wie erwähnt gehen wir davon aus, dass das Lohnwachstum 2018/2019 auf 2,5 Prozent im Vorjahresvergleich steigen und eine Leitzinsanhebung im ersten Halbjahr 2019 zur Folge haben wird. Wir stellen fest, dass das Risiko der ersten Zinserhöhung hinausgeschoben wird. Es besteht erhebliche Unsicherheit darüber, wie schnell sich der Arbeitsmarkt straffen wird.

### **Australische Finanzmärkte**

Das robuste Geschäftsklima und die günstigen Finanzierungsbedingungen sprechen für ein stetiges Wachstum der Gewinne australischer Aktien, möglicherweise im hohen einstelligen Bereich. Die Spotpreise für Rohstoffe sind nach wie vor hoch, was dem Rohstoff- und dem Energiesektor kurzfristig Auftrieb verleihen könnte.

Allerdings sehen wir für australische Aktien kein grosses Aufwärtspotenzial. Mit einer Standardabweichung über dem Mittelwert sind die KGV- und KBV-Bewertungen nicht besonders attraktiv. Ausserdem dürften niedrigere Nettozinsmargen und das langsamere Kreditwachstum Gegenwind für den Bankensektor, den grössten Sektor im ASX200, bedeuten.

Wie die Renditen für US Treasuries werden wahrscheinlich auch die Renditen für australische Staatsanleihen steigen. Bis die RBA einen aggressiveren Ton anschlägt, dürfte die Zinsdifferenz zehnjähriger Staatsanleihen zu US Treasuries jedoch negativ bleiben.

Negative Zinsdifferenzen mit den USA werden weiterhin für Abwärtsdruck auf den australischen Dollar sorgen, obwohl die stabilen Preise für Eisenerz eine Untergrenze für die Währung schaffen dürften. Daher wird sich der australische Dollar voraussichtlich seitwärts entwickeln.

#### Disclaimer

Diese Publikation wurde von der Zurich Insurance Group AG erstellt und die darin ausgedrückten Meinungen sind die der Zurich Insurance Group AG am Datum der Erstellung und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Diese Präsentation wurde ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt. Die hierin enthaltenen Analysen und Meinungen basieren auf einer Reihe von Annahmen. Andere Annahmen könnten zu erheblich abweichenden Schlussfolgerungen führen. Die in dieser Präsentation enthaltenen Informationen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig betrachteten Quellen; die Zurich Insurance Group AG oder ihre Tochtergesellschaften (die «Gruppe») übernehmen jedoch weder ausdrücklich noch stillschweigend irgendeine Gewähr oder Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Die hierin enthaltenen Meinungen oder Analysen können aufgrund unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien von den durch andere Abteilungen der Gruppe zum Ausdruck gebrachten oder in anderen Dokumenten der Gruppe enthaltenen Meinungen oder Analysen abweichen oder diesen widersprechen. Diese Präsentation soll keine juristische, das Underwriting betreffende, finanzielle oder sonstige professionelle Beratung darstellen. Personen, die hinsichtlich einer Anlage im Zweifel sind, sollten sich an einen unabhängigen Finanzberater wenden. Die Gruppe übernimmt keine Haftung für die Nutzung der oder das Vertrauen in diese Präsentation. Diese Präsentation enthält gewisse zukunftsbezogene Aussagen, darunter insbesondere Prognosen zu oder Andeutungen von zukünftigen Ereignissen, Trends, Plänen, Entwicklungen oder Zielen. Solche zukunftsbezogenen Aussagen sind mit der gebotenen Vorsicht zur Kenntnis zu nehmen, da sie naturgemäss bekannte und unbekannt Risiken beinhalten, Unsicherheiten bergen und von anderen Faktoren beeinflusst werden können. Dies könnte dazu führen, dass die Ergebnisse sowie Entwicklungen, Pläne und Ziele von denjenigen abweichen, die explizit oder implizit in diesen zukunftsbezogenen Aussagen beschrieben werden. Der Inhalt dieser Präsentation ist weder mit einem spezifischen Versicherungsprodukt verknüpft, noch sichert er eine Deckung im Rahmen einer Versicherungspolice. Diese Präsentation darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Zurich Insurance Group AG, Mythenquai 2, 8002 Zürich, Schweiz, weder ganz noch teilweise vervielfältigt werden. Die Zurich Insurance Group AG untersagt ausdrücklich die Weitergabe dieser Präsentation an Dritte, egal aus welchem Grund. Weder die Zurich Insurance Group AG noch eine ihrer Tochtergesellschaften übernehmen Haftung für Schäden, die sich aus der Verwendung oder Weitergabe dieser Präsentation ergeben. Diese Präsentation darf nur unter den Umständen weitergegeben werden, wie sie nach den geltenden Gesetzen und Vorschriften zulässig ist. Die vorliegende Präsentation ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Verkauf bzw. Kauf von Wertpapieren in irgendeiner Rechtsordnung.