

## Ausblick für das zweite Quartal 2019: Nachlassende Ängste

In einer Welt, in der die Fed in Wartestellung ist und die Chinesische Volksbank (PBOC) ihre Geldmarktpolitik lockert, besteht die Ausweidlösung bei einer anhaltenden Suche nach Rendite, vornehmlich in Staats- und Unternehmensanleihen sowie im S&P 500. Die Frage ist: Was wird die Märkte antreiben? Wir erwarten, dass sich im nächsten Quartal drei Hauptthemen herausbilden werden: 1) Erwartungen einer Konjunkturerholung in China, 2) eine Fed in Warteposition in 2019 wobei wir eine Zinserhöhung um 25 bis 50 Basispunkte in der zweiten Jahreshälfte erwarten, vor einer Pause im Jahr 2020, und 3) Handelsgespräche zwischen den USA und China, die bis ins zweite Quartal andauern. Dies könnte zu sporadischen Perioden höherer Volatilität führen.

### Die Suche nach Rendite in Industrieländern

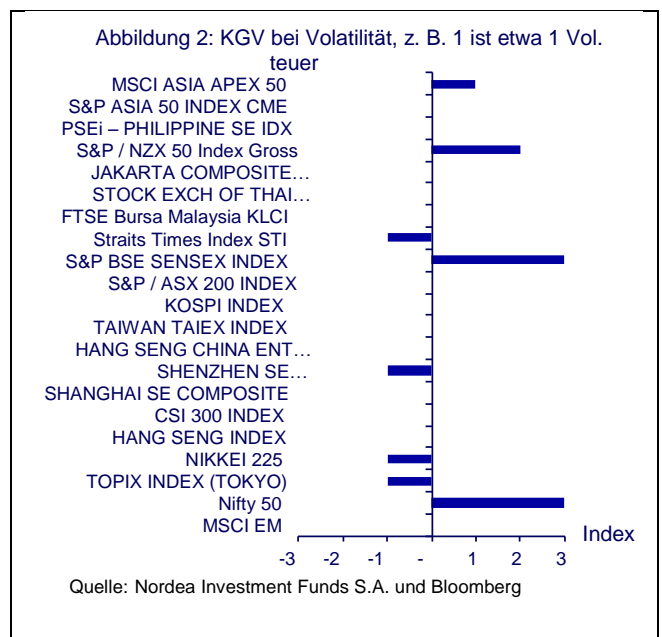
Da die Federal Reserve höchst wahrscheinlich bis kurz vor den Jahreswechsel in Wartestellung verharren wird, besteht weit und breit – sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern – die natürliche Tendenz in der Suche nach Renditen. Die europäischen Kreditspreads sind eng, wohingegen die US-Investmentspreads wahrscheinlich schrumpfen werden. Bei Letzteren drehen sich die Sorgen um Unternehmen, die stark fremdfinanziert sind. Ängste vor einem geringeren Wachstum haben einige Unternehmen dazu gezwungen, Schulden abzubauen. Es ist jedoch noch zu früh, um zu sagen, wie sich die Situation weiterentwickeln wird. Zu beachten ist auch, dass Sorge in Bezug auf hochrentierliche Ölgesellschaften besteht, wenn die Ölpreise erneut über einen längeren Zeitraum fallen.

Historisch betrachtet wissen wir, dass der S&P 500 im aktuellen und zukünftigen Umfeld gut abschneiden dürfte. Beim Blick auf die Zeile für den S&P 500 in Abbildung 1 kann man sehen, dass die Renditen in einem normalen Volatilitätsfeld, wenn die Fed in Warteposition ist, über einen 10-Tages-Zeitraum bei 2,2% liegen und statistisch signifikant sind (fett dargestellt). In einem Umfeld, in dem die Fed ihre Geldpolitik lockert, gibt es kein klares Ergebnis. Wenn sie die Zinsen anhebt, liegen die Renditen über einen 10-Tages-Zeitraum bei 3,5%. Dies wäre unser Szenario für die zweite Hälfte des Jahres, allerdings nicht die des Marktes. Im Falle einer Phase der extremen Volatilität mit einem VIX über 30 verliert der S&P 500 3,6% über drei Tage. Hält die Phase länger an, lässt dies nur den Schluss zu, dass sich Schuldtitel schlecht entwickeln.

Figure 1. Business Cycle Clock

	Vol<20, in % for 10 days			Crisis		
	Neither	Rates down	Rates up	3 days	Major (30days)	
Nasdaq	2.0	3.8	<b>4.4</b>	-	<b>4.3</b>	- 0.1
S&P500	<b>2.2</b>	1.7	<b>3.5</b>	-	<b>3.6</b>	- 0.8
MSCI EM	1.3	- 0.2	<b>1.9</b>	-	<b>3.7</b>	- 2.6
Baa spread	0.1	- 0.4	- 0.0	-	<b>0.4</b>	- <b>1.3</b>
EMBI	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>	-	<b>1.1</b>	- 0.6
US 10Y-2Y	<b>0.2</b>	- 0.1	0.1	-	0.1	- 0.4
US 5Y-1Y	- 0.8	<b>2.9</b>	4.5	-	<b>2.4</b>	- 7.8
WTI	- 2.3	<b>6.7</b>	- 0.0	-	<b>1.6</b>	- 4.0
USD	- 0.1	- 0.1	0.2	-	<b>0.3</b>	- 0.7

Source: Nordea Investment Funds S.A. and Bloomberg



Die Frage ist, ob wir einen langfristigen positiven Trend bei US-Aktien haben. Dies ist abhängig davon, dass der Arbeitsmarkt nicht überhitzt, was wiederum von einer Straffung der Fed vor einem zu starken Anstieg der Inflation abhängt. In gewissem Sinne ist es eine Wette darauf, dass die Fed sich mehr für das Wachstum als für die Inflation interessiert. Die Folge wäre, dass für Aktionäre mehr Wachstumsgewinne anfallen als für private Haushalte. Dies setzt auch voraus, dass der Verschuldungsgrad nicht so weit steigt, dass der Carry-Trade kollabiert. Es hängt von der Regulierung ab; Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors sind teilweise frei von solchen Fesseln. Somit können wir sagen, dass der Trend für US-Aktien positiv ist, dass aber Einbrüche beim Carry-Trade möglich sind. Gleichwohl ist dies nicht unser Kernszenario.

#### Die standardmässige Suche nach Rendite in Schwellenländern

In einem Umfeld niedriger Volatilität **kommt die Suche nach Rendite Schwellenländern zugute, ist jedoch nicht universell**, da Fundamentaldaten, Bewertungen und technische Indikatoren eine Rolle spielen. Daher empfiehlt sich ein verwalteter Ansatz, da Fundamentaldaten etwas toxisch sein können, insbesondere in der Türkei (Unabhängigkeit der Zentralbank, Inflation, Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit), in Russland (zähe Inflation) und in Südafrika (Stromausfälle, Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizit). Bleiben nur noch Bewertungen und technische Indikatoren übrig. Bei diesen Kennzahlen sind die Bewertungen von Schwellenländeraktien ausserhalb Indiens neutral bis preiswert (siehe Abbildung 2). Bei Betrachtung der Grafik können Sie sehen, dass Schwellenländeraktien mit -1 weitgehend günstig sind, was bedeutet, dass das KGV eine bis zwei Volatilitäten unter seinem Durchschnitt liegt. Zwei wichtige Datenpunkte sind indische Aktien, die sehr teuer sind, und chinesische Aktien, die sehr preiswert sind.

Technische Indikatoren, im Sinne von Mittelflächen und Kursdynamik, zeigen eine Rally mit wenigen Zuflüssen von ausländischem Kapital. Mit anhaltender Suche nach Rendite, die letzten Endes von einer optimistischeren Einschätzung des US-Wachstums gestützt wird, dürfte das Auslandskapital zurückkehren und Schwellenländerwährungen etwas, Schwellenländeranleihen und -aktien jedoch deutlich helfen.

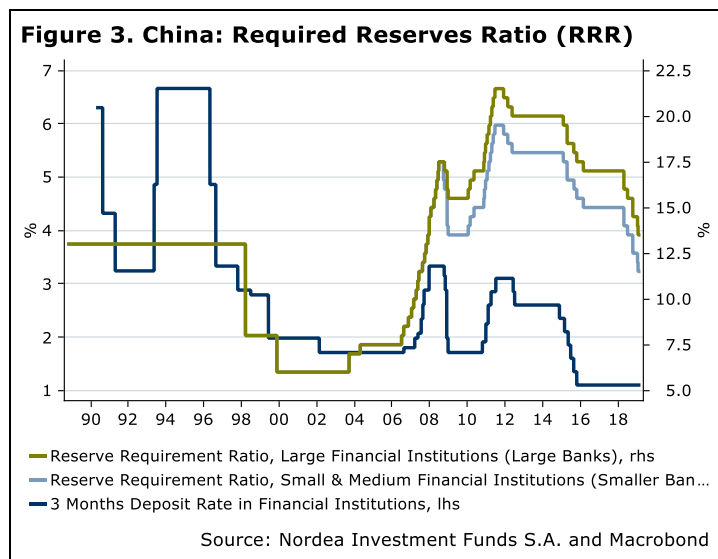
#### China – wirtschaftliche Erholung sollte im zweiten Quartal einsetzen

Die anhaltende geldpolitische Lockerung der PBOC sollte der chinesischen Wirtschaft helfen, sich in ein bis zwei Quartalen zu erholen. Beispielsweise erwarten wir weitere Senkungen des Mindestreservesatzes, der gegenüber früher noch viel Spielraum nach unten bietet (siehe Abbildung 3). Dies wird der Bilanz der Banken helfen, was dazu führen wird, dass sie mehr Kredite vergeben, während sich die Kreditvergabe erholt. Gleichzeitig wird die PBOC wahrscheinlich Wege finden, um Eigenkapital in ihren Bankensektor einzubringen, wenn auch nicht in so grossem Massstab wie in den 90er Jahren. Handelsgespräche sind zwar kein einfacher Prozess, dürften aber dazu beitragen, die Bedenken über die billigen inländischen Aktien und Anleihen zu zerstreuen – sie sind aus gutem Grund billig (wir gehen davon aus, dass sich die Bilanzprobleme und das langsamere Wachstum verbessern werden).

Um das Bilanzproblem zu sehen, lohnt sich ein Blick auf die von chinesischen Banken gezahlten Dividenden (siehe Abbildung 4). Beispielsweise bietet die nationale Zheshang Bank eine Dividende je Aktie von 0,2 CNY. Man sieht, dass chinesische internationale und regionale Banken im Vergleich zu internationalen westlichen Banken eine sehr niedrige Dividendenrendite je Aktie bieten. Da die Fähigkeit, eine hohe Dividende zu zahlen, ein deutliches Zeichen einer gesunden Bilanz ist, wird hieraus ersichtlich, dass einige chinesische Banken, wahrscheinlich regionale, Probleme mit der Qualität ihrer Bilanzen haben. Dies impliziert, dass auch Teile der chinesischen Unternehmenswelt, in denen die Banken engagiert sind, Bilanzprobleme haben.

In Bezug auf die Handelsgespräche mit den USA, während der Optimismus unerheblich ist, besteht in der Realität immer noch die Möglichkeit, dass die USA die Verhandlungen abbricht. Auch, wenn die USA behaupteten, sie würden die Zölle eine Zeitlang beibehalten, sind die Chancen auf einen Deal recht gross.

In einem solchen Umfeld günstiger Bewertungen und eines sich erholenden Wachstums **sind festverzinsliche Anlagen und Aktien aus China sowie der APAC-Region – wobei einige Vorsicht bei Südkorea geboten ist – attraktiv**, insbesondere da chinesische Aktien stärker in weltweite Aktienindizes integriert werden.



**Figure 4. Chinese Dividends per Share are Low**

Company	Tier 1 Capital	Dividend per share in CNY
Morgan Stanley	19	7.4
Citigroup	13	10.3
Tokyo Mitsubishi	14	1.1
Wells Fargo	13	11.0
China construction Bank	14	0.3
JPM	14	18.3
ICBC	13	0.2
BNP Paribas	13	20.3
China Merchants Bank	13	0.8
Bank of Shanghai	12	0.4
Bank of China	12	0.2
Bank of Communications	12	0.2
Agricultural Bank of China	11	0.2
China Everbright Bank	11	0.2
Shanghai Pudong Development	10	0.1
Zheshang Bank	10	0.2
Bank of Beijing	10	0.3
Harbin Bank	10	
Industrial Bank	10	0.7
Postal Savings Bank	10	0.1
Citic Bank	9	0.3
Ping An Bank	9	0.1
Bank of Shengjing	9	
China Minsheng Banking	9	0.2

Source: Nordea Investment Funds S.A. and Bloomberg

### Fed dürfte im zweiten Quartal in Wartestellung bleiben

Wir gehen davon aus, dass die Fed im zweiten Quartal weiterhin nichts unternehmen wird. Ab Juni erwarten wir eine oder zwei Anhebungen, bevor sie anschliessend aufgrund der US-Präsidentchaftswahl wieder eine Pause einzulegen sollte. Die Fed kann es sich leisten, die Auswirkungen der letzten Straffung abzuwarten, da die Inflation trotz eines angespannten Arbeitsmarkts gering bleibt. Die Phillips-Kurve (d. h. die Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation) wurde für eine Zeitlang unterbrochen. Der Grund dafür ist sehr wahrscheinlich, dass ein Teil des Arbeitsmarkts auf globaler Ebene zu betrachten ist. Wenn z. B. ein IT-Unternehmen keine höheren Löhne zahlen möchte, kann es aus einer ergiebigeren Quelle importieren. Die Fed hält an dem Prinzip fest, dass eine sehr niedrige Arbeitslosenquote schliesslich zu einer höheren Inflation führt, da dies dem gesunden Menschenverstand entspricht. Auch wenn wir aufgrund fehlender Daten nicht beweisen können, dass die Phillips-Kurve funktioniert, negiert dies nicht ihre Existenz in den Extremsituationen. Daher gehen wir davon aus, dass die Fed in Erwartung einer höheren Inflation die Geldpolitik schliesslich straffen wird.

Im Moment besteht jedoch keine Dringlichkeit, da die Inflation aus vielerlei Gründen gering ist: 1) Der Internationale Währungsfonds hat eine 0,8–2% höhere Arbeitslosenquote gemessen als der Current Population Survey, die monatliche Befragung von Haushalten, da einige Befragte zögern, ihren Zustand der Arbeitslosigkeit anzuerkennen (IMF WP/19/40); 2) die Erwerbsquote ist nicht mehr rückläufig und sollte steigen, wenn die Löhne ausreichend steigen; 3) in den USA gibt es noch immer illegale Einwanderung; 4) der Wettbewerb ist in den Vereinigten Staaten, wie auch in Norwegen und in der Schweiz, weitgehend oligopolistisch, was zu sehr starren

Preisen führt; 5) die Produktivität und die Gefahr des Outsourcings in reifen Branchen können grösser sein, als ursprünglich angenommen; und 6) der Ölpreis dürfte aufgrund des US-Schieferölangebots auf einem niedrigen Niveau bleiben.

Irgendwann wird die Fed jedoch zu dem Schluss kommen, dass der Arbeitsmarkt Gefahr läuft, so angespannt zu sein, dass der Lohndruck rasch zunimmt und in einer höheren Inflation mündet. Diese Wahrscheinlichkeit steigt Monat für Monat, solange die Wirtschaft mit einer leicht unterdurchschnittlichen Rate wächst. Die Fed wird dann die Wahl haben, eine Pause einzulegen, zunächst hinter der Kurve zu bleiben oder die Zinsen stärker als vom Markt erwartet anzuheben und dann eine Pause einzulegen. Im zweiten Szenario werden die Renditen ein- bis zweijähriger Staatsanleihen höher als jene länger laufender Papiere sein. Im dritten Szenario werden sowohl die kürzer als auch die länger laufenden Titel höher rentieren. Momenten erwarten wir keines dieser beiden Szenarien. **Im zweiten Quartal dürfte die Kurve der US-Staatsanleihen zwischen diesen beiden konkurrierenden Thesen schwanken, weshalb sich ein aktives Management empfiehlt.**

#### Was sind die Risiken?

Wir können unsere These als mehrere konkurrierende, nebeneinander bestehende Fed-Narrative ansehen. Darüber hinaus gibt es aber eine Reihe von typischen Risiken:

1. **Fehlende oder falsch eingeschätzte Faktoren.** Während wir zu dem Schluss kommen können, dass die Handelsgespräche ein wichtiger Faktor für chinesische Aktien waren, fehlen wahrscheinlich Daten zur tatsächlichen Grösse des Marktes für notleidende Kredite. In den ausserbilanziellen Positionen von Banken, insbesondere den regionalen, muss sie erheblich sein. Was ebenfalls fehlt, ist die Kohärenz zwischen einem bärisch wachsenden Festzinsmarkt und einem bullischen Aktienmarkt. Üblicherweise endet ein solcher Wettkampf zugunsten des Festzinsmarkts. Unsere These ist, dass Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren 2020 die richtige Lösung sein dürften.
2. **Fehleinschätzung der Bedeutung der einzelnen Faktoren oder Vergessen einiger Faktoren.** Im Rahmen unserer These wurde China und den Vereinigten Staaten Bedeutung beigemessen, allerdings gibt es auch idiosynkratische Ereignisse in den Schwellenländern. Ausserdem haben wir politische und rechtliche Risiken völlig ignoriert.
3. **Unterschätzung der Tatsache, wie vorausschauend der Markt ist.** Die Erfahrung zeigt, dass der Aktienmarkt bis zu drei Quartale und der Anleihenmarkt mit weniger Variablen bis zu drei Jahre vorhersehen kann.
4. **Eine inhärente Verzerrung,** z. B. eine Tendenz zur Risikoaversion. Die Risiken für unsere These sollten neutral betrachtet werden, was aber selten geschieht, weshalb der Fokus auf Kennzahlen liegt.

#### Schlussfolgerung: Standardmässig Schwellenländer wählen

Wir sind in Bezug auf Anleihen und Aktien aus Schwellenländern sowie Aktien aus Industrieländern optimistisch eingestellt, wobei wir davon ausgehen, dass die Fed im zweiten Quartal nichts unternehmen und anschliessend eine leichte Straffung vornehmen wird. Aus reiner Bewertungssicht sind Aktien aus Schwellen- und Industrieländern nicht besonders teuer. In der Praxis ist eine aktive Vermögensallokation wahrscheinlich eine gute Idee, da beispielsweise das lange Ende der USD/TRY-Kurve völlig falsch bewertet ist.

—Ende—

Hinweis: Dies ist eine Makroeinschätzung von NAM und nicht die offizielle Ansicht von Nordea.

## Über Nordea Asset Management:

Nordea Asset Management (NAM) gehört mit einem verwalteten Vermögen von EUR 204,8 Mrd\* zur Nordea Gruppe, dem grössten Finanzdienstleister Nordeuropas (verwaltetes Vermögen EUR 282,6 Mrd\*). NAM bietet europäischen sowie globalen Investoren eine breite Palette von Investmentfonds an. Wir betreuen eine grosse Anzahl an Kunden und Vertriebspartnern wie Banken, Vermögensverwalter, unabhängige Finanzberater und Versicherungsunternehmen.

Nordea Asset Management unterhält Standorte in Köln, Kopenhagen, Frankfurt, Helsinki, London, Luxembourg, Madrid, Mailand, New York, Oslo, Paris, Santiago de Chile, Singapur, Stockholm, Wien und Zürich. Nordeas Präsenz vor Ort geht Hand in Hand mit dem Ziel, ansprechbar zu sein und unseren Kunden den besten Service zu bieten.

Der Erfolg von Nordea basiert auf einem nachhaltigen und einzigartigem Multi-Boutique Ansatz, welcher die Expertise spezialisierter interner Boutiquen mit exklusiven externen Kompetenzen verbindet. Dies erlaubt uns, zum Wohle unserer Kunden ein stabiles Alpha zu generieren. Die Lösungen von NAM erstrecken sich über alle Anlageklassen, von festverzinslichen Anlagen und Aktien bis hin zu Multi-Asset Lösungen, und über alle Regionen hinweg, sowohl lokal, in Europa als auch in den USA, global und in den Schwellenländern.

\*Quelle: *Nordea Investment Funds, S.A., 31.12.2018*

## Ansprechpartner für weitere Informationen:

José Machi - Head of Fund Distribution Switzerland - Tel.: +41 44 421 42 14 - [jose.machi@nordea.ch](mailto:jose.machi@nordea.ch)

Christian R. Weber, Tel.: +41 44 455 56 66, [christian.weber@communicators.ch](mailto:christian.weber@communicators.ch)

Nordea Asset Management ist der funktionelle Name des Vermögensverwaltungsgeschäftes, welches von den rechtlichen Einheiten Nordea Investment Funds S.A. und Nordea Investment Management AB ("rechtliche Einheiten") sowie ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen. Dieses Dokument bietet dem Leser Informationen zu den spezifischen Expertise-Feldern von Nordea. **Dieses Dokument (bzw. jede in diesem Dokument dargestellte Ansicht oder Meinung) kommt keiner Anlageberatung gleich und stellt keine Empfehlung dar, in ein Finanzprodukt, eine Anlagestruktur oder ein Anlageinstrument zu investieren, eine Transaktion einzugehen oder aufzulösen oder an einer bestimmten Handelsstrategie teilzunehmen.** Dieses Dokument ist weder ein Angebot für den Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots für den Kauf von Wertpapieren oder zur Teilnahme an einer bestimmten Handelsstrategie. Ein solches Angebot kann nur durch einen Verkaufsprospekt oder eine ähnliche vertragliche Vereinbarung abgegeben werden. Daher werden die in diesem Dokument enthaltenen Informationen vollständig durch einen solchen Verkaufsprospekt oder eine solche vertragliche Vereinbarung in seiner/ihrer endgültigen Form ersetzt. Jede Anlageentscheidung sollte deshalb ausschliesslich auf den endgültigen gesetzlich vorgeschriebenen Dokumenten beruhen, darunter sofern zutreffend der Verkaufsprospekt, die vertragliche Vereinbarung, jeder sonstige massgebliche Prospekt und das aktuelle Dokument mit wesentlichen Informationen für den Anleger (sofern anwendbar), ohne darauf beschränkt zu sein. Die Angemessenheit einer Anlagestrategie steht in Abhängigkeit der jeweiligen Umstände des Anlegers sowie dessen Anlagezielen. Nordea Investment Management empfiehlt daher seinen Anlegern spezielle Investments und Strategien entweder unabhängig zu beurteilen oder, sofern der jeweilige Anleger dies als notwendig erachtet, einen unabhängigen Finanzberater zu konsultieren. Produkte, Wertpapiere, Anlageinstrumente oder Strategien die in diesem Dokument behandelt werden eignen sich gegebenenfalls nicht für alle Anleger. Dieses Dokument enthält Informationen, die aus einer Reihe verschiedener Quellen stammen. Auch wenn die hierin enthaltenen Informationen für richtig gehalten werden, kann keine Zusicherung oder Gewährleistung im Hinblick auf ihre letztendliche Richtigkeit oder Vollständigkeit abgegeben werden, und die Anleger können weitere Quellen verwenden, um eine sachkundige Anlageentscheidung zu treffen. Potenzielle Anleger oder Kontrahenten sollten sich in Bezug auf die potenziellen Auswirkungen, die eine Anlage, die sie in Betracht ziehen, haben kann, einschliesslich der möglichen Risiken und Vorteile dieser Anlage, bei ihrem Steuer-, Rechts-, Buchhaltungs- oder sonstigem/sonstigen Berater(n) erkundigen. Potenzielle Anleger oder Kontrahenten sollten ausserdem die potenzielle Anlage vollständig verstehen und sich vergewissern, dass sie eine unabhängige Beurteilung der Eignung dieser potenziellen Anlage vorgenommen haben, die ausschliesslich auf ihren eigenen Absichten und Ambitionen beruht. Investments in Derivate und in ausländischen Währungen denominierte Transaktionen können erheblichen Wertschwankungen unterliegen, die den Wert eines Investments beeinflussen können. **Engagements in Schwellenländern gehen mit einem vergleichsweise höheren Risiko einher. Der Wert eines solchen Investments kann stark schwanken und wird nicht garantiert. Anlagen in von Banken begebenen Aktien oder Schuldtiteln können gegebenenfalls in den Anwendungsbereich des in der EU Richtlinie 2014/59/EU vorgesehenen Bail-in-Mechanismus fallen (d.h. dass bei einer Sanierung oder Abwicklung des rückzahlungspflichtigen Instituts solche Aktien und Schuldtitel abgeschrieben bzw. wertberichtigt werden, um sicherzustellen, dass entsprechend ungesicherte Gläubiger eines Instituts angemessene Verluste tragen).** Nordea Asset Management hat beschlossen, die Kosten für Research zu tragen, das heisst, diese Kosten werden von bestehenden Gebührenstrukturen (wie Management- oder Verwaltungsgebühren) gedeckt. Veröffentlicht und erstellt von den rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management. Die rechtlichen Einheiten sind ordnungsgemäss von den jeweiligen Finanzaufsichtsbehörden in Schweden, Finnland und Luxemburg zugelassen und reguliert. Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzender rechtlichen Einheiten sind durch ihre lokalen Finanzaufsichtsbehörden in ihren jeweiligen Domizilländern ebenso ordnungsgemäss zugelassen und reguliert. Quelle (soweit nicht anders angegeben): Nordea Investment Funds, S.A. Sofern nicht anderweitig genannt, entsprechen alle geäusserten Meinungen, die der rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management und die all ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen. Dieses Dokument darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch veröffentlicht werden. Die Bezugnahme auf einzelne Unternehmen oder Investments innerhalb dieses Dokuments darf nicht als Empfehlung gegenüber dem Anleger aufgefasst werden, die entsprechenden Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sondern dient ausschliesslich illustrativen Zwecken. Die steuerlichen Vor- und Nachteile eines Investments hängen von den persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. © Der rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management und jeder ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen.