

Marktbericht viertes Quartal 2023

Starke Kontraste

Marktbericht viertes Quartal 2023

Starke Kontraste

Wirtschaft

- Eine Abschwächung der Weltwirtschaft ist zu erwarten, jedoch mit regionalen Unterschieden.
- Der jüngste Anstieg der Energiepreise dürfte den Inflationsrückgang bremsen.

Finanzmärkte

- «Höher für länger» ist daher das Motto der Zentralbanken der Industrieländer. Dies wird zunehmend von den Finanzmärkten eingepreist.
- Risikoanlagen, besonders im amerikanischen Markt, sind teuer bewertet und spiegeln die aktuellen konjunkturellen Risiken nicht wider.
- In Europa dürfte die Wettbewerbsfähigkeit von Industrieunternehmen zunehmend unter Druck geraten.

Risiken

- Eine starke Abschwächung Chinas stellt ein Risiko für das Weltwirtschaftswachstum dar. Besonders exponiert sind Länder wie Australien, Südkorea und Chile, aber auch in Europa dürfte das Wachstum leiden.

Weltwirtschaft: Wolken am Horizont

Die Weltwirtschaft hat sich insgesamt gut gehalten. Dies, obwohl die Finanzierungskosten auf Mehrjahreshöchstständen liegen und die hohen Inflationsraten die Kaufkraft schwächen. Allerdings gibt es starke regionale und sektorale Unterschiede.

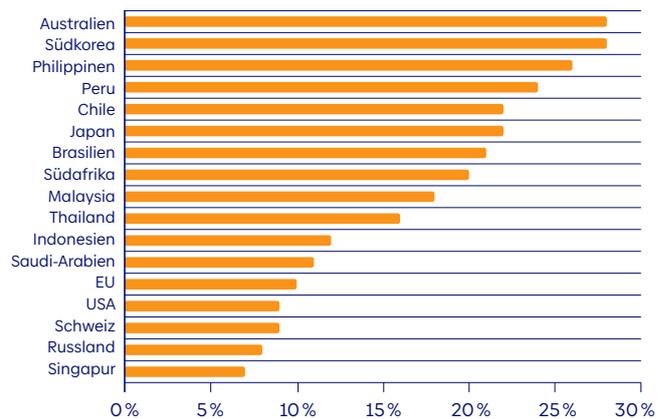
In den USA bleibt der private Konsum überraschend robust, u.a. dank Ersparnissen aus Pandemiezeiten und einem soliden Arbeitsmarkt. Davon profitieren besonders die Dienstleistungsunternehmen. In Europa hingegen belasten die schwächere Nachfrage aus China, der Arbeitskräftemangel und die anhaltenden Folgen der Energiekrise des letzten Jahres die Industrie, besonders in Deutschland. So dürfte Deutschlands Wirtschaft dieses Jahr um 0,3 Prozent schrumpfen, während in den USA eine Expansion von 2,1 Prozent erwartet wird.

Die Aussichten sind verhalten. Die Folgen der restriktiven Zinspolitik dürften sich zunehmend manifestieren, auch in den USA. Eine Verlangsamung des globalen Wachstums ist daher gegen Ende des Jahres zu erwarten.

Chinas Wiedereröffnung war enttäuschend, und die Massnahmen der Regierung konnten den Immobilienmarkt und die Wirtschaft im Allgemeinen noch nicht stabilisieren. Chinas Schwäche stellt daher ein zusätzliches Risiko für die Weltwirtschaft dar. Besonders exponiert sind Länder wie Australien, Südkorea und Chile. Aber auch Europa hat starke Handelsverflechtungen mit China. So ist die Volksrepublik für Schweizer Unternehmen der dritt wichtigste Absatzmarkt. Rund 9 Prozent aller Schweizer Exporte fanden 2021 den Weg nach China.

Anteil der Exporte nach China an den Gesamtexporten

Stand 2021



Quellen: Baloise, UN Comtrade, Weltbank, per 01.10.2023

Inflation

Die Inflationsraten sind stark gesunken, liegen aber vielerorts noch weit über den Zielwerten der Zentralbanken. So hat sich die Inflation im Euroraum in den letzten zwölf Monaten zwar mehr als halbiert, lag aber im September noch bei 4,3 Prozent.

Die Entspannung der Lieferengpässe und die straffere Geldpolitik sprechen mittelfristig für eine niedrigere Inflation. Der weitere Rückgang dürfte aber ungleichmäßiger verlaufen, als dies in den letzten Monaten der Fall war. Zwei Gründe sprechen dafür:

- Der jüngste Anstieg der Ölpreise wird den weiteren Rückgang der Inflation bremsen. Der Preis für Rohöl der Sorte Brent stieg im letzten Quartal um 27 Prozent an und liegt damit rund 8 Prozent über dem Vorjahresniveau. Grund dafür sind vor allem Förderkürzungen

Saudi-Arabiens und Russlands. In Europa sind auch die Erdgaspreise im dritten Quartal um 6 Prozent gestiegen. Sie liegen aber immer noch rund 76 Prozent unter dem Vorjahresniveau.

- In der Schweiz dürften die steigenden Mieten die Teuerung zwischenzeitlich wieder anheizen. Die durch die Erhöhung des hypothekarischen Referenzzinssatzes im Juni verursachten Mietpreissteigerungen werden im November in die Inflationsberechnung einfließen.

Zahlen im Überblick, in Prozent gegenüber Vorjahr

		2022	2023	2024
Schweiz	BIP-Wachstum	2,7%	0,8%	1,3%
	Inflation*	2,8%	2,0%	1,4%
USA	BIP-Wachstum	1,9%	2,1%	0,9%
	Inflation**	4,9%	3,2%	2,3%
Eurozone	BIP-Wachstum	3,3%	0,5%	0,8%
	Inflation*	9,2%	3,4%	2,4%
China	BIP-Wachstum	3,0%	5,0%	4,5%
	Inflation*	1,8%	0,6%	1,8%

*Jahresendwert. **Gemessen am Konsumdeflator.

Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 02.10.2023

Geldpolitik: Höher für länger

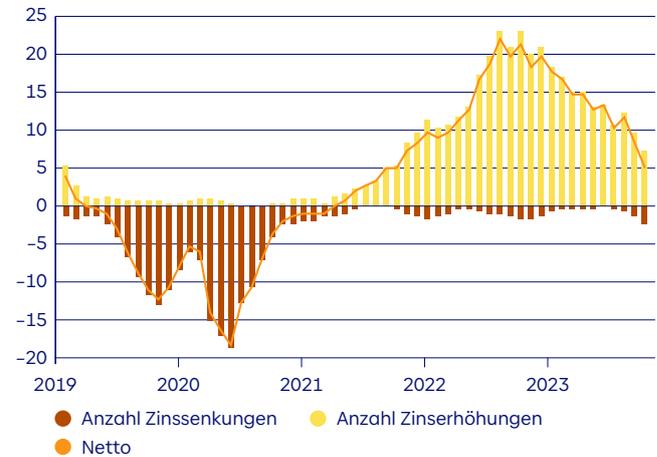
Analog zur konjunkturellen Entwicklung gibt es auch bei der Zinspolitik regionale Unterschiede.

In den Industrieländern ist der Zinsgipfel fast erreicht. Allerdings ist es noch zu früh, um über Zinssenkungen zu sprechen, denn das Mantra der Zentralbanken in den Industrieländern lautet: «höher für länger». Die überraschend starken Arbeitsmarktzahlen in den USA, der signifikante Anstieg des Ölpreises und Inflationsraten, welche noch immer deutlich über den angestrebten Zielwerten liegen, sprechen eine deutliche Sprache.

Im Gegensatz dazu haben einige Schwellenländer bereits im letzten Quartal mit Zinssenkungen begonnen, so etwa die Zentralbanken Brasiliens, Chiles und Perus. Die lateinamerikanischen Zentralbanken waren auch die ersten, welche die Zinsen erhöhten, als die Inflation 2021 weltweit in die Höhe schoss – Monate bevor die US-Notenbank mit der Straffung begann. In China wird währenddessen die Zinspolitik allmählich gelockert, um die Wirtschaft anzukurbeln.

Global Zentralbankentscheide

Rollierender Mittelwert über drei Monate



Quellen: Baloise, BIZ, per 02.10.2023

Die **US-Notenbank** (Fed) erhöhte den Leitzins im letzten Quartal einmal um 25 Basispunkte auf ein Zielband von 5,25 bis 5,50 Prozent, ein 22-Jahreshoch. An ihrer September-Sitzung signalisierte die Fed, dass noch eine weitere Zinserhöhung bis Ende Jahr folgen könnte. Angesichts der robusten Wirtschaftsdaten hält die Fed Zinssenkungen im Umfang von 50 Basispunkten im Jahr 2024 für angemessen. Im Juni prognostizierte sie noch eine Lockerung im Umfang von 100 Basispunkten. Diese Neueinschätzung führte zu einem deutlichen Anstieg der Langfristzinsen. So knackte der Zins auf zehnjährige US-Staatsanleihen erstmals seit 2007 wieder die Marke von 4,5 Prozent.

Auch in Europa wurde weiter an der Zinsschraube gedreht. Die **Europäische Zentralbank** (EZB) hob die Leitzinsen im September nochmals um 25 Basispunkte an. Der Zinssatz auf die Einlagefazilität erreichte mit 4 Prozent ein Allzeithoch. Der Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft liegt bei 4,5 Prozent. Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die EZB damit das Ende ihrer Zinserhöhungen erreicht hat.

In der Schweiz liegt die Teuerung seit Juni bereits wieder im Zielband der **Schweizerischen Nationalbank** (SNB). Die SNB beschloss daher an ihrer letzten Lagebeurteilung im September, den Leitzins bei 1,75 Prozent zu belassen, zur Überraschung vieler Analysten und Marktteilnehmer. Die Nationalbank betonte jedoch, dass der weitere Verlauf der Inflation unsicher ist und genau beobachtet werden muss. Eine weitere Zinserhöhung bis Ende Jahr sei daher nicht auszuschließen.

Anleihen: Kein weiterer Spreadrückgang

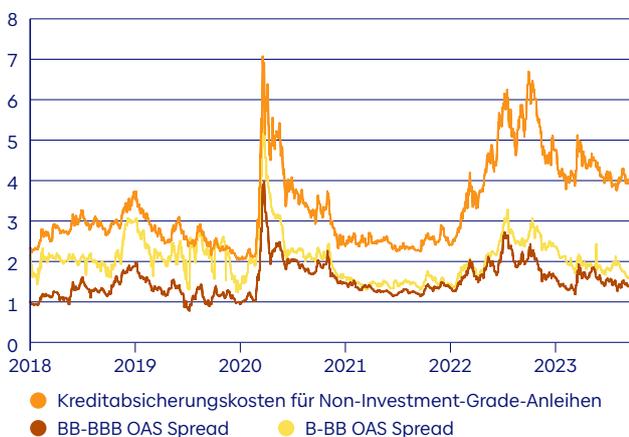
Rückblick: Nachdem lange Zeit vorwiegend über den Zeitpunkt erster Zinssenkungen seitens der Zentralbanken gesprochen wurde, beschäftigt Ende des dritten Quartals mit «höher für länger» ein neues Narrativ die Finanzmärkte. Und mit Blick auf die immer angespanntere Lage am chinesischen Immobilienmarkt haben sich die globalen makroökonomischen Rahmenbedingungen in den letzten Wochen markant verschärft. In einem deutlichen Anstieg der Kreditaufschläge auf Unternehmensanleihen (Kreditspreads) resultierten diese negativeren konjunkturellen Vorzeichen bislang jedoch nicht.

So liegen die Kreditspreads von BBB-Unternehmensanleihen in US-Dollar Ende September mit 147 Basispunkten (Bp) auf einem Niveau leicht unter dem Durchschnittswert der letzten fünf Jahre. EUR-BBB-Unternehmensanleihen liegen mit 178 Bp Ende Quartal 26 Bp über dem 5-Jahresdurchschnitt. In der Eurozone sind insbesondere Immobilienunternehmen mit höheren Aufschlägen konfrontiert.

Auffallend ist im aktuellen Umfeld, dass sich die Spread-Differenz zwischen Anleihen aus dem Non-Investment-Grade-Segment mit BB-Rating und besser eingestuftem BBB-Unternehmensanleihen auf einem relativ niedrigen Niveau befindet, während die Kreditabsicherungskosten für Non-Investment-Grade-Anleihen vergleichsweise teuer geblieben sind (siehe Grafik). Anleger werden daher derzeit tendenziell nicht ausreichend für das zusätzliche Risiko der schlechteren Kreditqualität entschädigt – insbesondere unter Berücksichtigung der weltweiten Konjunkturrisiken.

EU: Unternehmensanleihen

in Prozentpunkte bzw. in % für Absicherungskosten



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 02.10.2023

Ausblick: Vor dem Hintergrund des neuen Narrativs «höher für länger» werden sich Unternehmen weltweit auch in Zukunft auf hohe Refinanzierungskosten einstellen müssen. Unternehmen mit niedrigen Margen und einem hohen Refinanzierungsbedarf in den nächsten zwei Jahren sind dieser Entwicklung besonders ausgesetzt.

Anleihen von Immobilienfirmen im Euroraum meiden wir im derzeitigen Umfeld. Die gestiegenen Refinanzierungskosten werden mittelfristig belastend auf die Erträge wirken. In diesem Zusammenhang ist davon auszugehen, dass Immobilienunternehmen ihre Liegenschaften stärker beleihen werden. Investoren in klassische unbesicherte Anleihen werden sich also einer stärkeren strukturellen Nachrangigkeit gegenübersehen.

Vorsicht ist auch bei Industrieunternehmen geboten, welche aufgrund der gestiegenen Energiepreise und der europäischen Wirtschaftslage zunehmend Schwierigkeiten haben, ihre Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten. Dies ist in Deutschland teils bereits sichtbar.

Angesichts der erwähnten Risiken sehen wir die derzeitigen Kreditspreads als etwas teuer an, besonders für Anleihen in Schweizer Franken und US-Dollar. Wir erwarten keinen weiteren Rückgang der Spreads bis Jahresende.

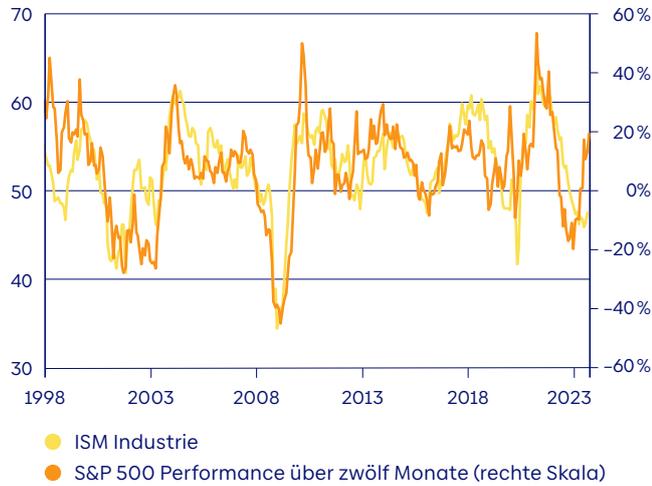
Aktien: Anpassung ans neue Regime

Rückblick: Im dritten Quartal kam es an den meisten Börsen zu Kursrückgängen. Diese spiegeln zu einem grossen Teil die Realität steigender Zinsen sowie die gestiegenen konjunkturellen Risiken wider. Der globale Aktienmarkt, gemessen am MSCI All Country World Index, verlor fast 4 Prozent. Insbesondere die Schwellenländer und der Euroraum fielen negativ auf.

Grosse Unterschiede gab es unter den Sektoren. Die Immobilien und die Versorger verloren am meisten an Wert. Aber auch der globale Technologiesektor fiel angesichts steigender Zinsen um über 6 Prozent. Der grosse Gewinner des Quartals war der globale Energiesektor. Dieser stieg um über 10 Prozent an.

Trotz verhaltener Performance in den letzten drei Monaten liegen die meisten Aktienmärkte noch deutlich im Plus. Der S&P 500 weist seit Jahresanfang eine Kurssteigerung von über 11 Prozent aus. Leicht dahinter liegt der Euro Stoxx 50 mit rund 10 Prozent. Nur Schwellenländer-titel, belastet durch die Unsicherheit rund um China und den stärkeren US-Dollar, lagen per Ende drittes Quartal mit knapp 0,4 Prozent im Minus.

US-Aktien: Nehmen viel Positives vorweg



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 02.10.2023

Ausblick: Der VIX-Index, auch als Angstbarometer der Wall Street bekannt, ist Ende September deutlich gestiegen. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend in den letzten Monaten des Börsenjahres Bestand haben wird, wenn auch unterschiedlich stark ausgeprägt, je nach Sektor und Region.

In den USA konnte das politische Risiko eines Regierungsstillstands in letzter Minute abgewendet werden. Das Risiko einer unerwartet starken konjunkturellen Abschwächung bleibt jedoch bestehen. Die aktuellen Kurse preisener nur eine leichte Abschwächung der US-Wirtschaft, ein sogenanntes Soft Landing, ein (siehe Grafik). Dies birgt Enttäuschungspotenzial bei schwächeren Makrodaten oder noch höheren Zinsen. Zusammen mit der hohen Bewertung macht dies US-Aktien derzeit zu einer unattraktiven Anlageklasse.

Für Schwellenländeraktien spielt die weitere Entwicklung der Immobilienkrise in China eine zentrale Rolle. Chinesische Aktien machen rund 30 Prozent des MSCI Emerging Markets Index aus. Wir gehen davon aus, dass die Regierung in Peking ausreichende Massnahmen ergreifen wird, um ihr BIP-Wachstumsziel von 5 Prozent zu erreichen. Umfassende Konjunkturpakete, welche die lokalen Aktienmärkte stark beflügeln könnten, erwarten wir jedoch nicht.

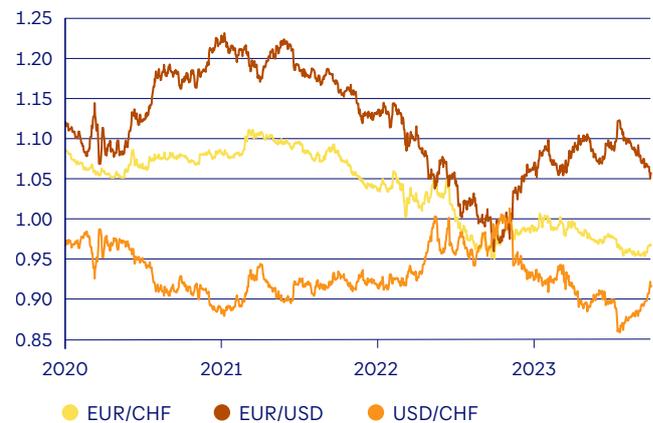
Der europäische Aktienmarkt ist unter Bewertungsge-sichtspunkten für langfristig orientierte Anleger momentan attraktiv. In Europa sind jedoch Industrieunternehmen mit geringen Margen und einer Abhängigkeit vom internationalen Handel am stärksten von der aktuellen Wirtschaftslage betroffen und bergen somit auch ein erhöhtes Risiko.

Währungen: Euro-Schwäche

Rückblick: Der Euro erreichte im Juli die Marke von 1,12 gegenüber dem US-Dollar und damit den höchsten Stand seit März 2022. Ende Juli setzte eine klare Trendwende ein und der Euro verlor im dritten Quartal gegenüber dem US-Dollar mehr als 3 Prozent. Die enttäuschenden Wirtschaftsdaten in der Währungsunion waren die treibende Kraft dahinter. Diese standen insbesondere im Kontrast zu den überraschend robusten Daten aus den USA.

Auch gegenüber dem Schweizer Franken verlor der Euro an Wert und erreichte Mitte September ein Tief von CHF 0,953. Die Entscheidung der SNB, den Leitzins Ende September unverändert zu belassen, überraschte die Marktteilnehmer und führte zu einer Abwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro. Zum Quartalsende notierte der Euro bei CHF 0,9676. Dies entspricht einer Abwertung des Euro um 1 Prozent in den letzten drei Monaten.

Entwicklung Währungen



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 02.10.2023

Ausblick: Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sprechen auch im letzten Quartal des Jahres nicht für den Euro. Gegenüber dem Schweizer Franken erwarten wir eine Seitwärtsbewegung, während es gegenüber dem US-Dollar noch etwas Abwertungspotenzial gibt.

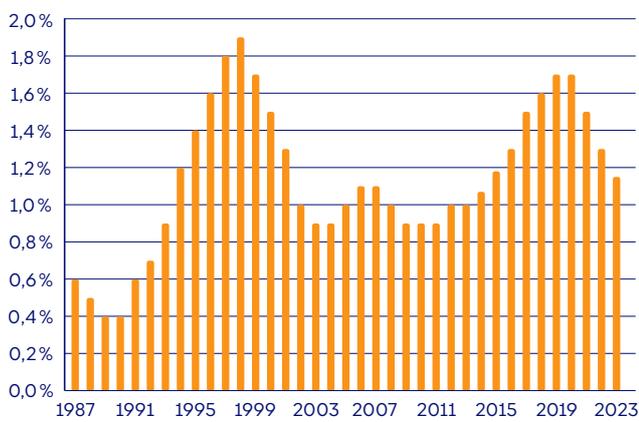
Seit März dieses Jahres liegt der Euro unter der Parität zum Schweizer Franken. Was der SNB einst ein Dorn im Auge war, kommt ihr im Kampf gegen die Inflation nun zugute, denn der starke Franken dämpft die Teuerung der importierten Güter. So lagen die Preise für Importgüter im August 0,3 Prozent unter dem Vorjahreswert. Die Nationalbank behält sich weiterhin vor, Devisen zu verkaufen, wenn nötig. Die Devisenanlagen der SNB haben Mitte 2023 gegenüber dem Vorjahr um rund 14 Prozent abgenommen.

Immobilien Schweiz

Rückblick: Der Effekt des Entscheids der SNB, den Leitzins bei 1,75 Prozent zu belassen, war auf kotierte Schweizer Immobilienfonds marginal. Der SXI Real Estate Funds Broad Total Return Index hat sich seit dem Juli 2023 auf einem Niveau von rund 440 Punkten eingependelt. Eine grössere Abweichung von dieser Marke gab es lediglich Ende August bzw. Anfang September.

Schweiz: Leerwohnungsziffer

Anteil der leer stehenden Wohnungen am Gesamtwohnungsbestand



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 02.10.2023

Die vorhergegangenen Zinserhöhungen und damit die durchschnittlich höheren Zinsen bei Hypotheken haben dazu geführt, dass der Referenzzinssatz vom Bundesamt für Wohnungswesen im Juni 2023 um 25 Basispunkte von 1,25 Prozent auf 1,5 Prozent angehoben wurde. Bis der Durchschnittssatz 1,625 Prozent übersteigt, bleibt der Referenzzinssatz vorerst bei 1,5 Prozent. Zuletzt lag der Durchschnittszinssatz bei 1,59 Prozent. Eine weitere Erhöhung des Referenzzinssatzes im Dezember ist daher sehr wahrscheinlich.

Der Mietwohnungsmarkt ist weiterhin sehr robust. Dies manifestiert sich einerseits in der weiterhin rückläufigen Leerwohnungsziffer des Bundesamts für Statistik. Während die Leerwohnungsziffer im Jahr 2020 noch 1,72 Prozent betrug, fiel sie nun zum dritten Mal in Folge und liegt für das Jahr 2023 bei 1,15 Prozent. Im Vergleich zu den letzten 40 Jahren ist dies jedoch noch keine sonderlich tiefe Leerwohnungsziffer. So lag die Leerwohnungsziffer vor der Immobilienkrise der 1990er-Jahre deutlich unter 0,8 Prozent und auch in zahlreichen Jahren zwischen 2003 und 2013 wurden Werte unter 1 Prozent beobachtet.

Andererseits lässt auch die Entwicklung der Angebotsmieten auf einen robusten Mietwohnungsmarkt schliessen. Gemäss Homegate-Mietindex sind die Angebotsmieten im August im Vergleich zum Vorjahr schweizweit um 3,9 Prozent gestiegen, wobei regional massgebliche Unterschiede bestehen und die Stadt Zürich mit einer Steigerung von 10,2 Prozent einen Ausreisser darstellt.

Die Ursachen für die sinkenden Leerstände und die steigenden Angebotsmieten sind sowohl auf der Nachfrageseite (stetig steigender Wohnflächenkonsum pro Person, Zuwanderung) wie auch auf der Angebotsseite (höhere Baukosten, höhere Finanzierungskosten, langwierige Baubewilligungsprozesse) zu finden.

Die Nachfrage nach Büroflächen ist weiterhin intakt. Gleichzeitig ist die Neubautätigkeit gemäss Wüest Partner seit Beginn der Corona-Pandemie rückläufig.

Ausblick: Auf der Ertragsseite der Liegenschaften kann weiterhin mit positiven Impulsen gerechnet werden. Zum einen wird die nächste Referenzzinssatzerhöhung mit grosser Wahrscheinlichkeit Anfang Dezember 2023 kommuniziert werden und weitere Referenzzinssatzschritte könnten in den nächsten Jahren folgen. Zum andern wird sich das Angebot an Wohnraum nicht kurzfristig ausweiten lassen, weshalb bei vergleichbarer Zuwanderung auch in naher Zukunft mit einem Nachfrageüberhang im Wohnsegment gerechnet werden kann.

Der Büroflächenmarkt dürfte sich in den kommenden Monaten eher wieder etwas abkühlen. Dies als Folge des reduzierten Wirtschaftswachstums und des damit einhergehenden reduzierten Beschäftigungswachstums.

Redaktion

Melanie Rama

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

Dominik Schmidlin

Head Investment Strategy
dominik.schmidlin@baloise.com

Dominik Sacherer

Portfoliomanager Fixed Income
dominik.sacherer@baloise.com

Baloise Asset Management AG

Aeschengraben 21
4002 Basel
baloise.ch

Erscheinung

Viermal pro Jahr, Redaktionsschluss: 3. Oktober 2023

Disclaimer

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

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