



## Finanzmarktkolumne

Basel, 28. November 2017

# Baldige Rezession oder doch Hochkonjunktur?

Von Karsten Junius, Chefökonom, Bank J. Safra Sarasin AG

### Indikatoren zeigen in unterschiedliche Richtungen

**Eines ist klar, auch im 4. Quartal 2017 boomt die Weltwirtschaft. Aber wie lange noch? Die US-Expansion geht bereits in ihren 102. Monat. Und die US-Zinsstrukturkurve verflacht zunehmend – ein in der Vergangenheit geeigneter Indikator für eine wirtschaftliche Abschwächung. Es gibt aber einige gute Gründe auch für 2018 positiv zu bleiben.**

Die wirtschaftliche Stimmung könnte kaum positiver sein, die Konjunktur kaum dynamischer. Dies gilt für Euroland genauso wie für Japan als auch für die USA. Von der starken Nachfrage profitieren auch der Welthandel und die Emerging Markets – ein sich selbst verstärkender Prozess. Die derzeit so positiven Stimmungsindikatoren haben aber meist nur eine Prognosekraft, die über 3-4 Monate in der Regel nicht hinausgeht. Die Länge des amerikanischen Aufschwungs lässt zudem manche Beobachter zweifeln, ob die nächste Rezession nicht schon bald vor der Tür steht. Rezessionen sind im Vorfeld schwer zu prognostizieren, daher haben es auch die internationalen Organisatoren wie der IWF mit all ihren Prognosekapazitäten, ihrem Insiderwissen und ihrer Vorortexpertise in der Regel nicht geschafft, frühzeitig auf eine Rezession hinzuweisen. Eine bessere mittelfristige Prognosekraft besitzt dagegen die Steilheit der Zinsstrukturkurve. Beruhigen kann das derzeit nicht.

Alle von uns analysierten Rezessionen in den Industrieländern wiesen in den letzten 20 Jahren eine Gemeinsamkeit auf: Ihnen ging eine Inversion der Zinsstrukturkurve voraus – d.h. eine Situation, in der die 2-jaehrigen Zinsen höher lagen als die 10-jaehrigen Zinsen. Teils dauerte es lediglich 12 Monate, teils bis zu 24 Monate, dass auf einer Inversion der Zinsstrukturkurve eine Rezession folgte. Insofern sollte es bedenklich stimmen, dass die US-Kurve seit Anfang 2016 vor allem eine Richtung kennt – die einer zunehmenden Verflachung. Lagen die 2-jaehrigen Zinsen im Januar 2016 noch 120 Basispunkte über den 10-jaehrigen, so ist dies nun auf rund 50 Basispunkte geschrumpft.

Positiv zu vermerken ist allerdings, dass die von der US-Zinskurve ausgehenden Warnsignale derzeit nicht von anderen Anleihemärkten gespiegelt werden. So wurde die Euro-Zinskurve in den letzten Monaten sogar eher steiler. Eine US-Rezession, die Europa nicht auch in eine Wirtschaftskrise zieht ist wenig wahrscheinlich. Auch zeigt die US-Wirtschaft nicht die in sonstigen Vorrezessionsphasen oft zu beobachtenden Ungleichgewichte: (i) Der engere Arbeitsmarkt hat noch nicht zu stärker steigenden Löhnen und Inflationsraten geführt, die über steigende Notenbankzinsen gebremst werden müssten. (ii) Die Vorratshaltung der Industrieunternehmen ist moderat und gibt keinen Anlass für eine stärkere Korrektur; (iii) Die Verschuldung des Privatsektors ist zwar hoch, der Schuldendienst dank des niedrigen Zinsniveaus allerdings niedrig. Exzesse, wie der überhitzte Immobilienmarkt im Jahr 2007 oder die Dot-Com Blase im Jahr 2001 sind derzeit auch nicht identifizierbar, eine starke Korrekturphase daher auch nicht offensichtlich notwendig. Im



Gegenteil, die Unternehmensgewinne steigen, was weiter für eine robuste Investitionstätigkeit spricht.

Für eine Fortsetzung des US-Aufschwungs spricht derzeit auch, dass ihre Handelspartner stark expandieren. Zu beobachten ist keine Euroschuldenkrise oder ein Rohstoffpreisverfall, der das Wachstum in den Entwicklungsländern abgebremst hat. Stattdessen sinken die Arbeitslosenquoten weltweit und sollten auch 2018 für steigende Einkommen und eine hohe Nachfrage sorgen.

Die flachere US-Zinsstrukturkurve könnte folglich auch technische Gründe haben. Dazu mag die Geldpolitik selbst beitragen: So führt ihre zukunftsweisende Kommunikationspolitik dazu, dass die Finanzmärkte so viel Orientierung erhalten, dass die Volatilität an den Anleihemärkten auf Rekordtiefstände gesunken ist. Natürlicherweise sinkt mit der geringeren Volatilität auch die Kompensation, die Anleger für die Unsicherheit bzw. das Risiko längerfristiger Anleihen erhalten: Diese Kompensation ist ein Grund für die in der Regel steile Zinsstrukturkurve – also die im Durchschnitt höheren langfristigen Zinsen. Ein anderer Grund wäre die Erwartung höherer Leitzinsen. Mit jeder Zinserhöhung der Notenbank nähert sie sich aber einem neutralen oder restriktiven Niveau stärker an, sodass das Potenzial für weitere Zinserhöhungen abnimmt. Auch mag die Einschätzungen von Marktteilnehmern, wie hoch das konjunktur- und inflationsneutrale Zinsniveau liegt in den letzten Jahren gesunken sein. Dies könnte ein zusätzlicher Grund für die niedrigeren Langfristzinsen sein.

Zusammenfassend schliessen wir, dass konkrete Anzeichen für einen Abschwung der Weltkonjunktur oder einer US-Rezession weiterhin fehlen. Sollte aber die US-Zinskurve weiter deutlich verflachen oder sogar invertieren, würden wir unsere Prognosen revidieren müssen und eine vorsichtigeren Anlagestrategie wählen. Derzeit ist dies nicht der Fall, sodass wir für risikobehaftete Anlageklassen wie Aktien weiterhin positiv gestimmt bleiben. Dies gilt auch für den US-Aktienmarkt, an dem wir bislang keinen übertriebenen Überschwang feststellen können, der eine Korrektur wahrscheinlicher machen würde.

#### **Weitere Auskünfte**

Karsten Junius | Chefökonom

T: +41 (0)58 317 32 79 | E-Mail: [karsten.junius@jsafrasarasin.com](mailto:karsten.junius@jsafrasarasin.com)

#### **Media Relations**

T: +41 (0)58 317 40 88 | E-Mail: [media@jsafrasarasin.com](mailto:media@jsafrasarasin.com)

#### **J. Safra Sarasin Gruppe – Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841**

Die internationale, der Nachhaltigkeit verpflichtete Bankengruppe ist an mehr als 25 Standorten in Europa, Asien, dem Mittleren Osten und Lateinamerika vertreten. Die J. Safra Sarasin Gruppe steht weltweit für ihre Private-Banking- und Wealth-Management-Tradition, hohe Sicherheit und für ihr gut geführtes konservatives Wachstum im besten Sinne ihrer Kunden. Per Ende Juni 2017 betreute die



Gruppe ein Kundenvermögen von rund CHF 156 Mia., beschäftigte rund 2 200 Mitarbeitende und verfügte über ein Eigenkapital von CHF 4,5 Mia.

### **J. Safra Gruppe**

Die J. Safra Gruppe (die «Gruppe») mit einem verwalteten Kundenvermögen von insgesamt mehr USD 208 Mia. und aggregierten Eigenmitteln von USD 17,4 Mia. wird von der Familie von Joseph Safra geführt. Die Gruppe besteht aus Privatbanken unter dem Namen Safra sowie Investmentbeteiligungen und Asset-basierenden Geschäftsbereichen wie Immobilien- und Agrarwirtschaft. Zu den Banken der Gruppe, die weltweit an über 165 Standorten vertreten sind, gehören: J. Safra Sarasin mit Sitz in Basel, Schweiz, Banco Safra mit Sitz in Sao Paulo, Brasilien, und die Safra National Bank of New York mit Sitz in New York City; alle sind bei einer konsolidierten Aufsicht unabhängig voneinander. Der Immobilienbestand umfasst weltweit mehr als 200 hochwertige Gewerbeimmobilien, Wohnobjekte, Einzelhandelsimmobilien und Landwirtschaftsflächen, so beispielsweise den Bürokomplex in New York City an der 660 Madison Avenue und Londons berühmtes Bauwerk «Gherkin». Zu Investitionen in anderen Bereichen gehören unter anderen Agrarbeteiligungen in Brasilien und an Chiquita Brands International, Inc. Enge Beziehungen in Märkten weltweit ermöglichen es der Gruppe, den Wert ihrer Unternehmen erheblich zu steigern. Die J. Safra Gruppe beschäftigt mehr als 29 000 Mitarbeitende.

### **Rechtlicher Hinweis**

Diese Medienmitteilung der Bank J. Safra Sarasin AG (Schweiz) (nachfolgend «Bank») dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Das Dokument enthält ausgewählte Informationen, und es wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben. Es basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen und Daten («Informationen»), die als richtig, zuverlässig und vollständig erachtet werden. Die Bank hat die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Informationen nicht überprüft und kann diese nicht garantieren. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen bilden keine Grundlage für eine vertragliche oder stillschweigende Haftung seitens der Bank für direkte, indirekte oder Folgeschäden. Insbesondere sind weder die Bank noch deren Aktionäre oder Mitarbeiter haftbar für die hier dargelegten Meinungen, Pläne und Strategien. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen und genannten Zahlen, Daten sowie Prognosen können sich jederzeit ändern. Eine positive historische Wertentwicklung oder Simulation stellt keine Garantie für eine positive Entwicklung in der Zukunft dar. Es können sich Abweichungen zu eigenen Finanzanalysen oder anderen Publikationen der J. Safra Sarasin Gruppe ergeben, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein analysiertes Unternehmen mit Gesellschaften der J. Safra Sarasin Gruppe in Geschäftsverbindung steht, wodurch sich ein potenzieller Interessenkonflikt ergeben könnte.

Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Finanzinstrumenten bzw. von sonstigen Produkten oder Dienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoaufklärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater.

Bitte beachten Sie, dass die vorliegende Medienmitteilung lediglich eine Synopsis eines Researchberichts der Bank darstellt, jedoch keine komplette Zusammenfassung desselben und der darin enthaltenen Empfehlungen. Der erwähnte Researchbericht sollte vollständig gelesen werden, bevor allfällige Entscheidungen betreffend darin enthaltene Anlageempfehlungen getroffen werden.



**J. SAFRA SARASIN**



Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841

Dieses Dokument richtet sich an Medien und Medienschaffende in denjenigen Ländern, in welchen die J. Safra Sarasin Gruppe geschäftlich präsent ist. Die Bank lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.