

Investment Letter 03/19

- Aktienmärkte: Rally ohne Ende?
- Brexit: Verlängerung der Verhandlungsfrist
- Zinsen: Japan-Szenario für Europa?



Aktienmärkte: Rally ohne Ende?

Auch im Februar und März ging die Erholung an den Aktienmärkten ungebremst weiter. Seit Jahresanfang steht der Schweizer SPI-Aktienindex etwa 12 % im Plus. Der US-Technologie-Aktienindex Nasdaq hat, in CHF gerechnet, sogar fast 18 % zugelegt. Trotz US-Handelskrieg, ergebnislosen Brexit-Verhandlungen und einer weltweit spürbaren Konjunkturverlangsamung haben die Aktienmärkte 2019 bisher überraschend hohe Kursgewinne erzielt. In unserer Anlagestrategie haben wir das neue Allzeithoch beim SPI genutzt, um einen Teil der Gewinne bei Aktien «mitzunehmen», das heisst, in unseren Anlagelösungen haben wir Ende Februar den Anteil in Aktien taktisch um etwa 2 % verringert. Damit liegen wir jetzt unter unserer strategisch neutralen Aktienquote.

Unsere jüngste Massnahme drückt aus, dass wir nach wie vor zuversichtlich sind, dass in diesem Jahr kein globales Rezessionsszenario droht. Anlass zu euphorischen Erwartungen für weitere Kursgewinne bei Aktien ist aber auch nicht gegeben.

Brexit: Verlängerung der Verhandlungsfrist

Die gute Stimmung an den Aktienmärkten könnte schon bald getrübt werden: Am 12. März wird die Premierministerin Theresa May dem britischen Unterhaus erneut eine Austrittsvereinbarung mit der EU zum Entscheid vorlegen. Ein «Ja» des Parlaments wäre aber eine Überraschung, denn voraussichtlich ist wenig substanzvoll Neues im überarbeiteten Vertrag zu finden. Es ist daher mit einem erneuten Scheitern von Theresa May zu rechnen. Für diesen Fall hat die Premierministerin schon disponiert, dass das Parlament am nächsten Tag, d. h. am 13. März, explizit über die Option eines vertragslosen, harten Brexit abstimmen soll. Auch diese Option dürfte abgelehnt werden. Zumindest setzen die englischen Buchmacher aktuell nur mit 16 % Wahrscheinlichkeit auf einen harten Brexit.

Fällt die Option des harten Brexit ebenfalls unter den Tisch, dann wird am 14. März über eine Verlängerung der Verhandlungsfrist mit der EU um drei Monate abgestimmt. Eine Verlängerung der Verhandlungen über den 29. März hinaus ist somit das wahrscheinlichste Szenario in diesem diplomatischen Schachspiel. Dabei ist aber offen, was geschieht, falls das britische Unterhaus auch die Verlängerung der Verhandlungsfrist ablehnen sollte. Das Zusteuern auf einen harten Brexit ohne expliziten Entscheid des Parlaments ist, zumindest rein logisch, ebenfalls möglich. Die Nervosität um das Thema Brexit könnte im März also deutlich steigen. Dennoch nehmen wir in unserem gegenwärtigen Basisszenario keinen unregelmässigen und chaotischen Austritt der Briten aus der EU an.

Zinsen: Japan-Szenario für Europa?

Am 20. März entscheidet die US-Notenbank (Fed) über den nächsten Zinsschritt. Seit Ende 2015 hat das Fed die Leitzinsen schon zehnmal um jeweils 0,25 % erhöht. Seit Anfang 2018 gar regelmässig einmal pro Quartal. Dieser kontinuierliche Anstieg der US-Leitzinsen wird im März unterbrochen werden. Die Fed dürfte jetzt eine längere Pause einlegen und möglicherweise für das ganze Jahr 2019 die Zinsen unverändert belassen.

Auch die Europäische Zentralbank hat am 7. März die Zinswende in der Eurozone auf frühestens 2020 in die Zukunft verschoben. Somit gibt es noch keine Zinswende der EZB, dafür neue geldpolitische Liquiditätsspritzen für eine günstige Refinanzierung der Banken. Dies soll die Kreditvergabe ankurbeln, was wiederum Investitionen der Unternehmen fördern soll.

Das bedeutet auch, dass der Beginn vom Ende der Negativzinsen in der Schweiz noch mindestens ein Jahr in der Zukunft liegt. Entsprechend geht wieder das Gespenst eines Japan-Szenarios um, d. h. die Erwartung eines immerwährenden Tiefzinsumfeldes in der Eurozone und der Schweiz. Verzerrungen im Immobilienmarkt und ein Kollaps der Alterssicherungssysteme sind die potenziell gravierenden Folgen einer auf unbestimmte Zeit andauernden Tiefzinsphase. Etwas zuversichtlich stimmt der Anstieg der Tariflöhne in der Eurozone. Dies stützt den privaten Konsum und könnte die Inflation anfachen – Entwicklungen, die dem Bestreben einer Normalisierung der Geldpolitik entgegenkommen. Insgesamt bleibt die Unsicherheit zum Konjunkturverlauf für die nächsten Jahre hoch. Wir sind aber zuversichtlich, dass eine globale Rezession unwahrscheinlich ist. Der Zeitpunkt der ersehnten konjunkturellen Wiederbelebung in Europa ist aber sehr schwer vorherzusagen.

Globale Konjunktur

USA: Wirtschaftswachstum 2018 – Ziel fast erreicht

Die Wirtschaft in den USA wuchs 2018 gemäss den Ende Februar veröffentlichten vorläufigen Daten preisbereinigt um 2,9 % gegenüber dem Vorjahr. Die von der Trump-Administration in Aussicht gestellte Zielmarke von 3 % wurde somit fast erreicht. Der Bereich der privaten Investitionen, der ca. 18 % des BIP ausmacht, stieg mit 6 % am stärksten an. Der private Konsum, mit einem Anteil von knapp 70 % wichtigster Bereich der amerikanischen Wirtschaft, wuchs um 2,6 %. Wir gehen davon aus, dass das US-Wirtschaftswachstum sich 2019 auf einem niedrigeren Niveau, zwischen 2 % und 2,5 %, bewegen wird. Die positiven Impulse der Steuerreform vor einem Jahr sind nicht wiederholbar und die ausgereizten Kapazitäten am Arbeitsmarkt behindern eine Produktionsausweitung. Es ist für Unternehmen nach wie vor schwierig, offene Stellen zu besetzen (Abb. 1).

EU: Stimmung hat sich eingetrübt

Die Stimmungsindikatoren in Europa haben sich in den letzten Monaten merklich eingetrübt (Abb. 2). Insbesondere das Industrier Vertrauen geriet deutlich unter Druck. Auch die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie lassen eine zyklische Abschwächung in den kommenden Monaten erwarten. Dagegen befindet sich das Konsumentenvertrauen weiterhin auf einem hohen Niveau und auch die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor befinden sich weiterhin im expansiven Bereich. Daher rechnen wir nicht mit einer Rezession. Von einer möglichen Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China würden auch europäische Firmen profitieren. Die Stimmung in Exportsektoren und im Handel dürfte sich dann aufhellen.

Schweiz: Wachstumsabschwächung zeichnet sich ab

Nach dem negativen 3. Quartal 2018 wuchs die Schweizer Wirtschaft im 4. Quartal um 0,2 %. Für das Gesamtjahr 2018 resultiert ein BIP-Wachstum von 2,5 %. Wie für das Gesamtjahr 2018 war auch im 4. Quartal das verarbeitende Gewerbe der stärkste Wachstumstreiber. Der Sektor profitierte von einer starken internationalen Nachfrage nach Schweizer Industriegütern. Für 2019 rechnen wir für das Schweizer BIP mit einer Wachstumsverlangsamung. Frühindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex haben in den vergangenen Monaten deutlich nachgegeben. Dies gilt auch für das KOF-Konjunkturbarometer, dessen Wert unter dem langfristigen Mittelwert notiert (Abb. 3).

Abb. 1: USA-Arbeitsmarkt

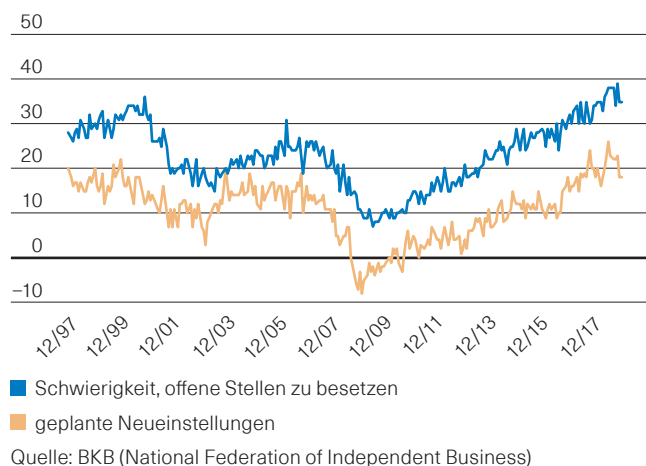


Abb. 2: Europa-Stimmungsindikatoren

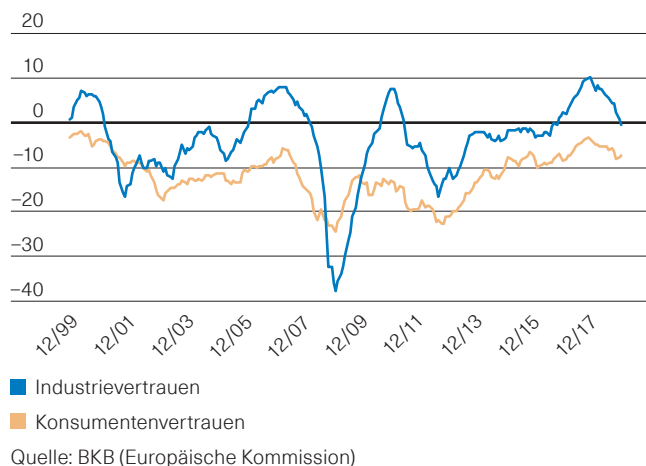
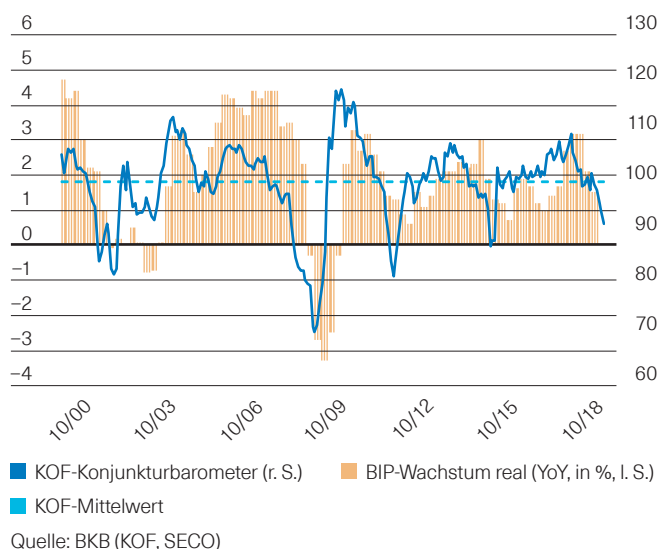


Abb. 3: Schweizer Frühindikator und Wachstum



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

US-Inflation steigt trotz Wirtschaftswachstum nicht an

Im Januar ist die US-Inflationsrate auf den niedrigsten Stand seit mehr als anderthalb Jahren gefallen (Abb. 1). Obwohl sich die US-Wirtschaft in einer sehr guten Verfassung befindet und die Arbeitslosigkeit auf dem niedrigsten Stand seit Jahrzehnten ist, steigen die Preise kaum. Laut Theorie führt Wachstum über höhere Löhne zu Inflation. In einem Umfeld tiefer Arbeitslosigkeit haben die Arbeitnehmer mehr Verhandlungsmacht, um höhere Löhne durchzusetzen. Ein Teil dieser Lohnsteigerungen versuchen die Unternehmen über höhere Preise an die Konsumenten weiterzugeben. Es entsteht Inflation. Derzeit ist ein solcher Zusammenhang aber kaum feststellbar. Der nachlassende Preisdruck gibt der US-Notenbank (Fed) Spielraum bei der weiteren Umsetzung ihrer restriktiven Geldpolitik. Das Fed kann abwarten, um zu sehen, wie sich die jüngsten Zinsschritte auf die US-Konjunktur auswirken. Dennoch hat die US-Notenbank bis zu zwei Zinsschritte in diesem Jahr in Aussicht gestellt. An den Finanzmärkten wird derweil für 2019 keine Zinserhöhung eingepreist.

Keine Leitzinserhöhung der EZB für 2019 in Sicht

Die Europäische Zentralbank (EZB) sieht sich derzeit mit einer spürbaren Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und einer moderaten Inflation konfrontiert. Der Handelsstreit zwischen den USA und China und der bevorstehende Brexit hemmen die Investitionstätigkeiten der Unternehmen. Sie trüben auch die Stimmung der Konsumenten. Diese Faktoren sprechen gegen einen ersten Zinsschritt in diesem Jahr. Entsprechend haben sich die Markterwartungen bezüglich der ersten Zinserhöhung auf 2020 verschoben.

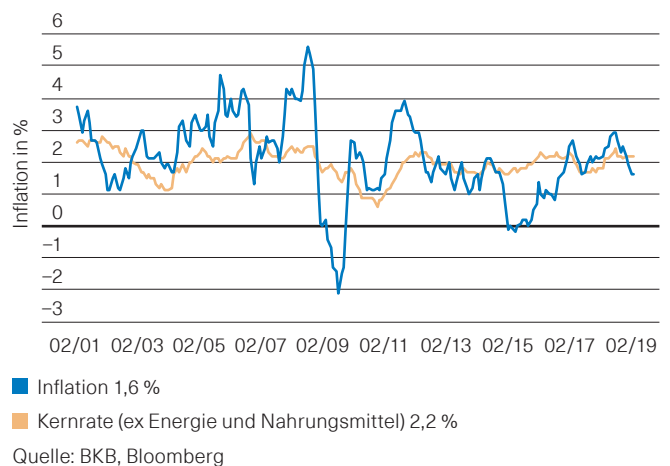
Auch in der Schweiz ist eine Leitzinserhöhung in absehbarer Zeit nicht in Sicht. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat keinen unmittelbaren Bedarf, ihre geldpolitische Ausrichtung zu ändern.

Schweizer Immobilienmarkt

Nach dem positiven Jahresstart entwickelten sich die kotierten Schweizer Immobilienanlagen im Februar zunächst weitgehend seitwärts, ehe sie zum Monatsende auseinanderdrifteten. Immobilienfonds konnten den Monat mit einer Performance von 1,1 % im Plus beenden, Immobilienaktien notierten dagegen mit -0,2 % leicht unter dem Stand von Ende Januar. Bei den Immobilienfonds zeigten diejenigen mit einer grossen Präsenz in der Genfersee-Region eher eine unterdurchschnittliche Monatsperformance. Dagegen tendierten Fonds mit einem ausgeprägten Anteil an Liegenschaften im Zürcher Raum zu einer überdurchschnittlichen Performance.

Die Agios der Schweizer Immobilienfonds sind zuletzt wieder angestiegen. Dabei liegen die Kursaufschläge der Wohnimmobilienfonds weiterhin deutlich über denen der kommerziellen Immobilienfonds. Von den historischen Höchstständen der Agios sind wir trotz dem jüngsten Anstieg weit entfernt. Die Ausschüttungsrenditen von knapp 3 % sind im Vergleich zu Schweizer Obligationen attraktiv. Wir halten daher an unserer neutralen Gewichtung von 5 % im Segment der indirekten Immobilienanlagen fest.

Abb. 1: US-Inflation



Aktienmarkt

Fortsetzung der Aktienmarktrallye im Februar

Die Aktienmärkte konnten im Februar ihre Erholungsrallye fortsetzen. Die Risikoneigung der Investoren wurde insbesondere durch die Aussicht auf eine Pause bei der Straffung der amerikanischen Geldpolitik sowie durch konstruktive Gespräche im Handelskonflikt zwischen den USA und China belebt. Unter den Spitzenreitern in punkto Performance befand sich der Schweizer Aktienmarkt mit 4,6 % gemäss MSCI (Abb. 1). Der SPI konnte seinen letzten Höchststand vom 09.01.2018 übertreffen. Auch die Aktienmärkte der EU mit +3,5 % und der USA mit +3,7 % in CHF wiesen ein positives Monatsergebnis aus. Nicht mithalten konnten hingegen die Aktienmärkte der Schwellenländer (+0,6 % in CHF) und Japans (+0,3 % in CHF), wozu auch negative Währungsentwicklungen beitrugen.

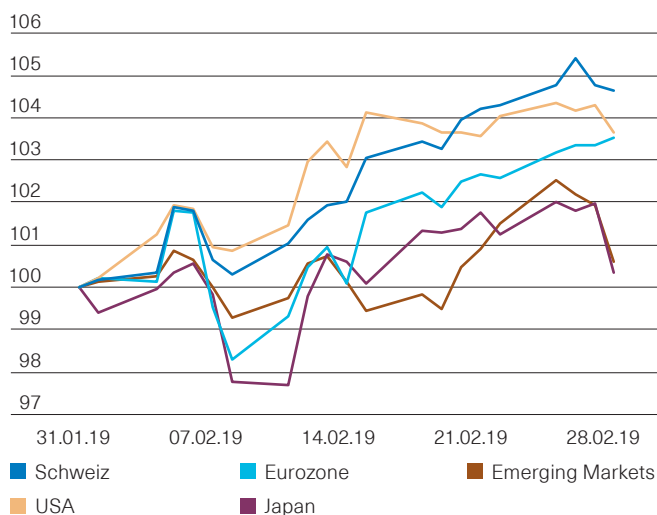
Auf der Sektorseite taten sich global die zyklischen Sektoren IT und Industrie mit einer Outperformance hervor. Dagegen bildete der Immobiliensektor das Schlusslicht (Abb. 2). Dies passt zum Bild der Gewinnüberraschungen am amerikanischen Aktienmarkt. Dort hatte laut FactSet der IT-Sektor mit 85 % den höchsten Anteil an Unternehmen, die die Gewinnerwartungen für das 4. Quartal übertreffen konnten, der Immobiliensektor mit 44 % den niedrigsten Anteil. Insgesamt haben 69 % der Unternehmen die Gewinnerwartungen übertreffen können, was jedoch unter dem 5-Jahres-Durchschnitt von 77 % lag. Auch das Ausmass der Überschreitung lag mit 3,3 % unter dem 5-Jahres-Durchschnitt von 4,8 %.

Anlagestrategie

Nach einem ersten Schritt im Januar haben wir Ende Februar unsere Aktienquote antizyklisch weiter reduziert und haben bei den Aktien ein Untergewicht. Durch den Verkauf von Schweizer Aktien zugunsten von Liquidität sind wir nun regional bei Schweizer Aktien neutral positioniert und haben ein Untergewicht bei amerikanischen und europäischen Aktien. Mit den Hoffnungen auf eine Beilegung des Handelskonflikts zwischen den USA und China sowie auf eine Verschiebung des Brexits ist bereits viel Positives in den Märkten eingepreist. Konjunkturrechnen wir dagegen weiterhin mit einer Abschwächung, die sich auch auf ein niedrigeres Wachstum der Unternehmensgewinne niederschlagen dürfte.

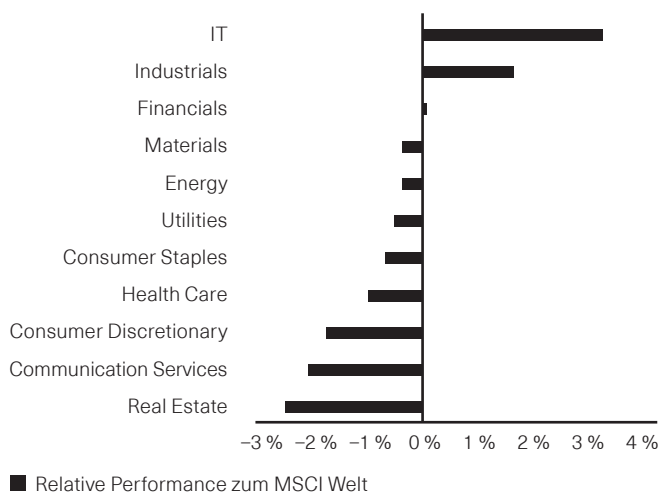
Abb. 1: Regionale Aktienperformance im Februar

Net Total Return Indices in CHF, 31.1.2019=100



Quelle: BKB (MSCI)

Abb. 2: Relative Performance der globalen Sektoren im Februar im Vergleich zum Gesamtmarkt



■ Relative Performance zum MSCI Welt

Quelle: BKB (MSCI)

© Basler Kantonalbank / Die vorliegende Information stellt eine freiwillige Dienstleistung der BKB dar, auf welche kein Rechtsanspruch besteht. Die BKB kann den Versand jederzeit ohne Vorankündigung einstellen. Die publizierten Informationen dienen nicht der Anlageberatung und stellen in keiner Weise ein Kaufangebot, eine Anlageempfehlung oder eine Entscheidungshilfe in rechtlichen, steuerlichen, wirtschaftlichen oder anderen Belangen dar. Sie dienen einzig informativen Zwecken. Die in dieser Information verarbeiteten Aussagen, Stammdaten, Kennzahlen und Marktkurse bezieht die BKB aus öffentlich zugänglichen Quellen, die sie zuverlässig hält. Eine Garantie für Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben, deren Auswertung oder deren Wiedergabe kann die BKB nicht übernehmen und keine Aussage ist als Garantie zu verstehen. Es wird keine Haftung für Verluste oder entgangene Gewinne übernommen, die aus der Nutzung oben stehender Informationen entstehen könnten. Zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die in dieser Publikation enthaltenen Anlageinformationen könnten – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren ungeeignet sein. Wir empfehlen, dass Investoren, bevor sie Anlageentscheidungen treffen, sich den Rat des Anlageberaters ihrer Bank einholen.