

Investment Letter 09/19

- Wie weit gehen Fed und EZB?
- Folgt die Schweizerische Nationalbank der EZB?
- Boris Johnson: Der Fuchs im Hühnerstall?



Wie weit gehen Fed und EZB?

Im September stehen wichtige Entscheide der amerikanischen und europäischen Notenbanken an, welche auch für den Euro-Franken-Wechselkurs und die Zinsentwicklung in der Schweiz massgeblich sein könnten. Zuerst erfolgt am 12. September der Zinsentscheid der EZB. Der bereits bei $-0,4\%$ liegende negative Einlagezinssatz der Banken auf ihre überschüssige Liquidität dürfte leicht gesenkt werden. Ob die EZB ihre Anleihenkäufe wieder ausweitet und das Inflationsziel von «unter, aber nahe 2% » der Realität anpasst, wird ebenfalls mit Spannung erwartet. Gemäss Aussagen von EZB-Vertretern ist davon auszugehen, dass geldpolitische Massnahmen zur Stützung der Wirtschaft der Eurozone wahrscheinlich sind.

Am 18. September wird vermutlich die US-Notenbank (Fed) die Zinsen um einen weiteren Viertelprozentpunkt senken und den effektiven Leitzins damit in ein Fenster unter 2% verschieben. Wie viele Zinssenkungen in den nächsten Quartalen noch folgen werden, ist offen. Der US-Markt für Zinsanlagen erwartet ein bis zwei weitere Senkungen um je ein Viertelprozent. Die US-Wirtschaft zeigt aktuell zwar keine akuten Symptome dafür, dass eine Rezession bevorsteht. Allerdings ist die im August erstmals wieder inverse USD-Zinskurve (d.h. die Zinsen für Laufzeiten von 10 Jahren sind tiefer als jene für 2 Jahre) ein schlechtes Omen für Konjunktur und Aktienmärkte. Die Erwartungen zum Handeln der Zentralbanken haben für ein weltweites Fallen der Zinskurven gesorgt. Inzwischen sind die deutsche und die schweizerische Zinskurve unter der japanischen und der hochverschuldete italienische Staat erhält für Laufzeiten unter 2 Jahren für die Aufnahme von Kredit sogar Zinsen ausbezahlt. Diese von vielen als verkehrte Welt angesehene Zinslandschaft führt manche auch zur These, dass in diesem Jahrzehnt eine Obligationenblase entstanden sei, die noch weit grösser als die Aktienblase der 90er-Jahre und die US-Immobilienblase

der 2000er-Jahre sei. Tatsächlich befindet sich das Niveau für US-Staatsanleihen aktuell auf dem tiefsten Niveau seit dem Zweiten Weltkrieg. Da aber bisher kein Inflationsdruck zu beobachten ist, könnten wir noch lange in diesem Zustand verharren.

Die damit verbundenen Anreize und Umverteilungseffekte spiegeln sich heute schon bei Immobilienmärkten und Mieten, in den desolat tief bewerteten Aktien der Europäischen Grossbanken sowie in der Herausforderung, die Rentensysteme nachhaltig zu stabilisieren. Das durch die Zentralbanken verschriebene süsse Gift des billigen Geldes hat langfristig auch unerwünschte Nebenwirkungen.

Folgt die Schweizerische Nationalbank der EZB?

Die Entscheide von EZB und Fed könnten zu einem erneutem Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken führen. Ob die SNB am Datum ihres offiziellen Zinsentscheides, dem 19. September, oder erst in den darauffolgenden Wochen die Zinsen noch negativer setzen wird, hängt wohl massgeblich von der Reaktion der Finanzmärkte auf die Entscheide von EZB und Fed ab. Eine weitere Senkung des Schweizer Leitzinses auf -1% liegt aber im Bereich des Möglichen.

Boris Johnson: Der Fuchs im Hühnerstall?

In weniger als zwei Monaten sollte nach der Vorstellung des neuen britischen Premierministers das Vereinigte Königreich nicht mehr Mitglied der EU sein. Da mag es etwas überraschen, dass die Queen Boris Johnson erlaubt, das Britische Parlament bis Mitte Oktober in einen Zwangsurlaub zu schicken. Sieht so also die Alternative zum vielbeschworenen Demokratiedefizit in der EU aus? Nach wie vor bleiben alle Szenarien offen: Verschiebung, harter Brexit, Neuwahlen, Neuverhandlungen mit der EU. Oder hat Boris Johnson ein weiteres politisches Kabarettstück auf Lager? Eine Szenario-Analyse hilft leider nicht weiter: Sie ähnelt dem Versuch, die Hühner im Hühnerstall systematisch auf das mögliche nächtliche Eintreffen des Fuchses vorzubereiten.

Anlagestrategie: Weiterhin vorsichtig positioniert

In Anbetracht der erhöhten Unsicherheit über den konjunkturellen Trend haben wir die Aktienquote im August nochmals etwas reduziert. Grössere Korrekturen an den Aktienmärkten sind zwar bisher ausgeblieben und die Aktienindizes notieren Anfang September wieder in der Nähe ihrer historischen Höchststände. Die erwartete geldpolitische Lockerung scheint in den Aktienkursen aber eingepreist zu sein. Daher rechtfertigt sich unsere vorsichtige Positionierung aufgrund der derzeit fehlenden Impulse für weitere rasche Kursgewinne bei Aktien.

Globale Konjunktur

USA: Konsumentenstimmung trotz Handelskonflikt

Die Stimmung unter den US-amerikanischen Konsumenten ist weiterhin sehr positiv, trotz des leichten Rückgangs liegt sie im Vergleich der letzten 20 Jahre auf einem sehr hohen Niveau (Abb. 1). Die Konsumenten bleiben somit ein wichtiger Stabilisator für die US-Konjunktur. Dies belegt auch die 2. Schätzung für das BIP im 2. Quartal. Danach hat der private Verbrauch im Vergleich zu den ersten drei Monaten des Jahres um 4,7 % zugelegt. Es scheint zumindest bislang so zu sein, dass die Stimmung der Konsumenten den Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Handelskonflikt zwischen den USA und China trotz. Das der Konflikt jedoch nicht spurlos an der US-Konjunktur vorbeigeht, zeigt der Einkaufsmanagerindex der Industrie. Dieser hat erneut nachgegeben und liegt mit 49.1 Punkten nunmehr unter der kritischen 50-Punkte-Marke. Das Risiko einer Rezession nimmt also zu. Dies zeigt auch die inverse Zinsstrukturkurve (Zinsdifferenz 10-jähriger und 2-jähriger US-Staatsanleihen). In der Vergangenheit galt diese mittelfristig als guter Rezessionsindikator.

EU: Politik, Politik und nochmals Politik

Seitens der Frühindikatoren gab es in der Eurozone zuletzt das eine oder andere positive Signal. Die Einkaufsmanagerindizes der Industrie konnten etwas zulegen und die des Dienstleistungsbereichs versprechen positive Wachstumsraten (Abb. 2). Sie liegen teils deutlich im expansiven Bereich. Für Zündstoff sorgt dagegen weiter die Politik. Das Damoklesschwert ist und bleibt der Brexit. Hier sind nach wie vor alle Szenarien denkbar. Ein anderes Risiko scheint dagegen gelöst. Italien steht vor einer neuen Regierungsbildung und zwar ohne die Rechtspopulisten um Matteo Salvini. Damit dürfte sich das Verhältnis zwischen Italien und der EU wieder etwas verbessern.

Schweiz: Stimmung hat sich leicht verbessert

Die Stimmung der Schweizer Industrie hat sich im August leicht verbessert. Der Einkaufsmanagerindex konnte zulegen, liegt aber nach wie vor unter der kritischen 50-Punkte-Marke (Abb. 3), die für die kommenden drei bis sechs Monate eine Kontraktion für die Industrie signalisiert. Erstmals seit Juli 2016 ist auch der Subindex der Beschäftigung unter die Wachstumsschwelle gerutscht. Damit steigt das Risiko, dass der globale Handelskrieg und die Brexit-Diskussionen nicht spurlos an den Arbeitsplätzen in der Industrie vorbeigehen. Positiv ist dagegen, dass der Index für den Dienstleistungsbereich wieder deutlich expansiv ist.

Abb. 1: USA – Konsumentenstimmung



Abb. 2: Eurozone – Frühindikatoren

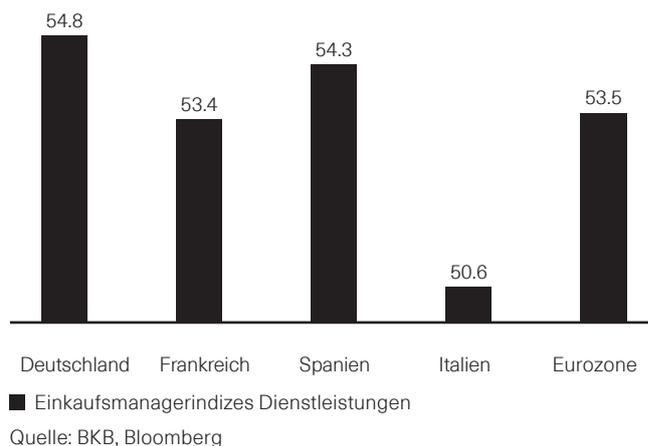
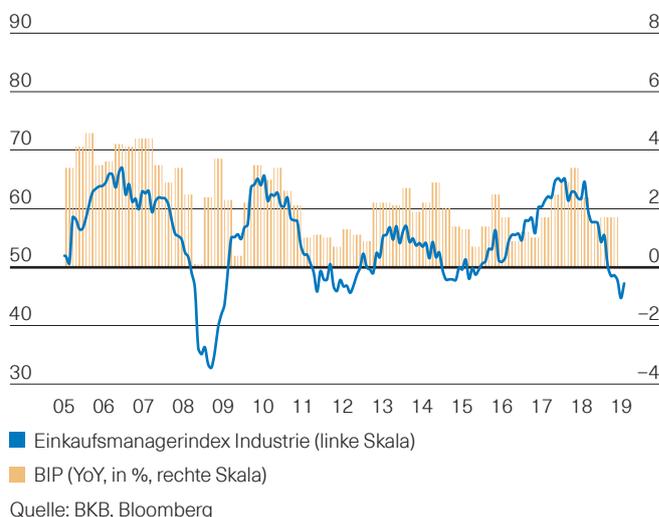


Abb. 3: Schweizer Frühindikator und BIP



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

Geldpolitik im September im Fokus

Nachdem die US-Notenbank einen 180°-Schwenk bei ihrer Geldpolitik vollzogen hat, schauen Marktteilnehmer und Ökonomen gespannt auf die anstehenden Notenbanksitzungen. Den Anfang macht dabei die EZB. Mario Draghi wird am 12. September zum letzten Mal den Vorsitz führen. Es wird allgemein davon ausgegangen, dass er die Geldpolitik zum Schluss seiner Amtsperiode noch etwas expansiver gestalten wird. Auch von der US-Notenbank (Fed) wird per 18. September eine Zinssenkung erwartet. Am Markt ist aktuell eine Reduktion von 25 Basispunkten eingepreist. Die letzte im Bunde ist die Schweizer Notenbank. Auch hier ist eine Senkung des Leitzinses auf Minus 1 % denkbar. Dies dürfte allerdings zum einen von den Vorgaben der EZB abhängen und zum anderen von den beobachtbaren Marktreaktionen. Hält der Franken dem potenziellen Aufwertungsdruck stand, so könnte sich die SNB mit einer Reduktion der Zinsen Zeit lassen. Positiv könnte sich dabei die wieder stabilere Lage in Italien auswirken. Eine Koalition von Fünf Sternen und Sozialdemokraten (PD) unter einem Regierungschef Conte dürfte zu deutlich weniger Spannungen mit der EU-Kommission führen. Und auch der immer wieder aufflackernden Diskussion um die Zukunft des Euro wäre damit fürs erste ein Riegel vorgeschoben.

Renditen der Staatsanleihen auf neuen Tiefständen

Infolge der gestiegenen Rezessionsrisiken und der politischen Unsicherheiten (Handelskonflikt, Brexit etc.) bleiben die Renditen der Anleihen unter Druck. Die Staatsanleihen in Deutschland und der Schweiz sind weiter deutlich negativ. Neben der expansiven Geldpolitik und der Konjunktursorgen sprechen auch die niedrigen Inflationserwartungen für weiter tiefe Zinsen. So herrscht auch aktuell eine sehr hohe Preisniveaustabilität. Selbst die Renditen von griechischen und italienischen Staatsanleihen haben in den letzten Monaten deutlich nachgegeben (Abb. 1). In Italien hat dabei die Aussicht auf die Wahl einer neuen Regierung zuletzt für nochmals deutliche Entspannung gesorgt.

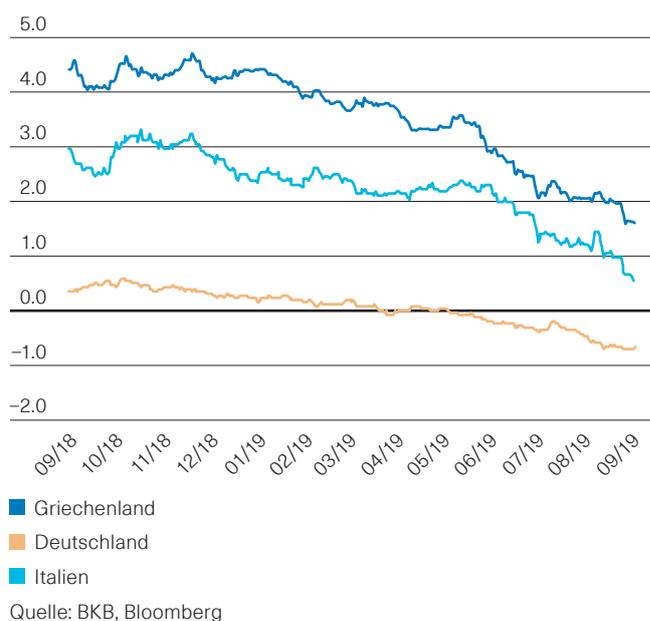
Die weitere Entwicklung des Euro-Franken-Kurses wird stark von den anstehenden geldpolitischen Entscheidungen geprägt. Es ist aber davon auszugehen, dass die SNB versuchen wird, sich gegen eine weitere Aufwertung des Frankens zu stemmen. Zur Not eben auch mit einem nochmals tieferen Leitzins.

Schweizer Immobilienmarkt

Die kotierten Schweizer Immobilienanlagen weisen seit Jahresanfang weiterhin eine sehr gute Wertentwicklung auf. Dabei konnten sich Immobilienaktien im Vergleich zu den Fonds per Ende August sogar noch deutlich absetzen. Das Plus bei den Immobilienaktien beträgt per 30.08.2019 rund 28 %. Bei den Immobilienfonds beträgt das Plus immerhin noch knapp 14 %. Die Turbulenzen an den Aktienmärkten Anfang August hatten kaum einen negativen Einfluss. Die Immobilienfonds gaben nur leicht nach, Immobilienaktien konnten sich sogar positiv profilieren. Die Agios bei den Fonds haben nochmals zugelegt. Die Kursaufschläge der Wohnimmobilienfonds bleiben über denen der kommerziellen Immobilienfonds.

Die Immobilienanlagen erhalten weiter Unterstützung durch die rekordtiefen Zinsen. Der Anlagenotstand bei den Obligationen treibt die Anleger in Immobilienfonds und Immobilienaktien. Die Ausschüttungsrenditen sind im Vergleich zu deutlich negativ rentierenden 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen attraktiv. Investoren lassen sich auch durch das durchaus herausfordernde Marktumfeld kaum abschrecken. Wir halten an unserer neutralen Gewichtung von 5 % im Segment der indirekten Immobilienanlagen fest.

Abb. 1: Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Aktienmarkt

Globale Aktienmärkte im August mit Korrektur

Die beiden Sommermonate Juni und Juli waren für Aktienanleger noch ausgesprochen gute Monate. Diverse Aktienindizes hatten neue Höchststände markiert. Dies galt bspw. für den S&P 500 Index, der die 3000-Punkte-Marke überwand. Dies galt auch für den Swiss Performance Index, der Ende Juli mit über 12 000 Punkten schloss. Aber just zum Monatsanfang August trübte US-Präsident Donald Trump mit der Ankündigung neuer Zölle auf Importe aus China die Stimmung abrupt und sorgte besonders in den ersten Tagen des Monats für eine deutliche Korrektur an den Aktienmärkten, wovon sie sich bis zum Monatsende mit wenigen Ausnahmen nicht mehr erholen konnten. Sehr schwach zeigten sich besonders die Aktien der Emerging Markets. Aber auch der britische Aktienmarkt wurde überdurchschnittlich in Mitleidenschaft gezogen. Das vermeintliche Damoklesschwert Brexit schwebt nach wie vor über der Insel (Abb. 1).

Gewinnschätzungen im Abwärtstrend

Auch wenn die Berichtssaison im zweiten Quartal angesichts der politischen Turbulenzen und der an Schwung verlierenden Konjunktur noch relativ ansprechend verlaufen ist – die Unternehmen im S&P 500 Index verzeichneten ein weiteres Gewinnwachstum –, ist mit Blick auf die nächsten Quartale wohl eine weitere Abnahme der Dynamik zu erwarten. Dies zeigt sich u. a. an den sich seit Anfang Jahr in einem Abwärtstrend befindenden Gewinnschätzungen der Aktienmarktanalysten (Abb. 2). Am deutlichsten geschah dies bei Schwellenländeraktien (–13 %). Hingegen weist der Schweizer Aktienmarkt auch hier eine hohe Stabilität auf (+/–0 %).

Anlagestrategie

Angesichts zunehmender Rezessionsängste und den anhaltenden politischen Risiken haben wir im August unser Engagement in den Schwellenländeraktien heruntergefahren und damit das Risiko in den Portfolios weiter reduziert. Die Aktienquote liegt nun rund 4 % unter der strategischen Quote.

Abb. 1: Aktienmärkte laufendes Jahr und August
Net Total Return Indizes in CHF

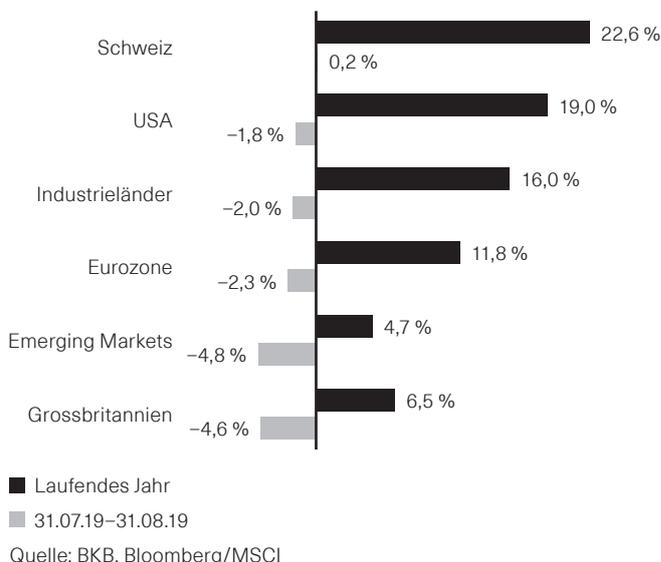
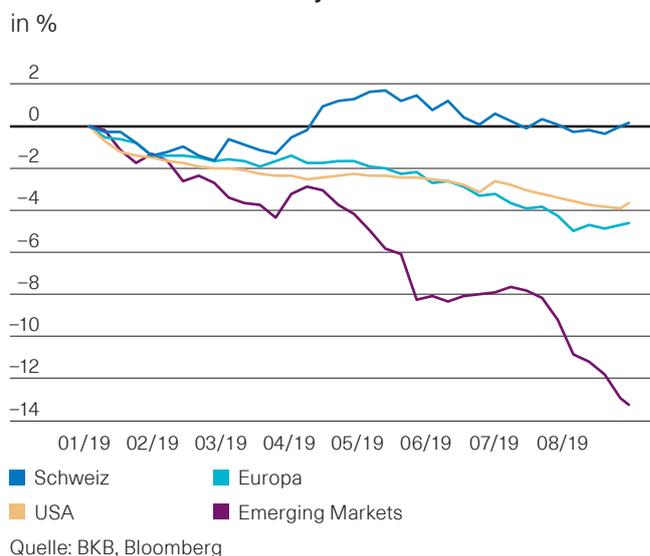


Abb. 2: Verlauf der Gewinnschätzungsrevisionen für das kommende Geschäftsjahr



© 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.