

Investment Letter 02/18

- Italien wählt am 4. März: Die Wahlversprechen blühen bunt
- GroKO in Italien?
- Finanzmärkte wenig besorgt zum Wahlausgang



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer
Basler Kantonalbank

Wahlen in Italien

Am 4. März werden in Italien in 28 Wahlkreisen die 630 Abgeordneten und die 315 Senatoren der beiden parlamentarischen Kammern gewählt. Befürchtungen, wie vor den letztjährigen französischen Wahlen, dass eine eurokritische Regierung Italien aus dem Euro oder gar der EU führen könnte, erscheinen uns aber wenig begründet. Auch die Finanzmärkte preisen gegenwärtig keine erhöhten Risiken bei italienischen Staatsanleihen ein. Das erstmals angewandte neue Wahlgesetz (Rosatellum) sieht vor, dass 37 % der Sitze nach einem Majorz-Verfahren mittels einfacher Mehrheit besetzt werden. Dies dürfte den grossen Parteien einen Vorteil bringen. Die Hoffnung auf klarere Mehrheiten und stabilere Regierungskoalitionen wird das neue Gesetz bei diesen Wahlen aber kaum erfüllen.

Gleichgewicht dreier Blöcke

Die politische Landschaft Italiens zerfällt gegenwärtig in drei ähnlich grosse Blöcke.

Die Mitte-Links-Koalition mit der Partei des aktuellen Ministerpräsidenten Paolo Gentiloni «Partito Democratico» als Hauptkraft wirbt in ihrem Wahlprogramm mit der Einführung eines Mindestlohns, dem Ausbau von Kinderzulagen und anderen Sozialleistungen für Rentner und Arbeitslose.

Die Mitte-Rechts-Koalition von Berlusconi «Forza Italia», «Fratelli d'Italia», «Lega Nord» und anderer Parteien tritt mit dem Vorhaben massiver Steuersenkungen mittels einer «Flat-Tax» zur Wahl an. Auch die Eindämmung der Flüchtlingsströme und ein Marshall-Plan für Afrika stehen auf dem Programm.

Die Bewegung «Movimento 5 Stelle (M5S)» könnte mit knapp 30 % der Stimmen als wählerstärkste Partei resultie-

ren. Die Bewegung hat ihren teilweise sehr eurokritischen Ton inzwischen gemässigt und stellt andere Themen in den Vordergrund: Bekämpfung der Verschwendung staatlicher Mittel und der Bürokratie, Einführung eines bedingungslosen Grundeinkommens, Steuersenkungen. Ginge es nach dem M5S, würde ein neues Gesetz dafür sorgen, dass opportunistische Parlamentarier, welche die Partei wechseln, auch automatisch ihren Parlamentssitz verlieren. Auch die Reduktion der rekordhohen Staatsverschuldung von über 130 % des BIP ist ihr Ziel. Allerdings soll die Staatsverschuldung kurzfristig weiter ausgeweitet werden, um die geplanten neuen Ausgaben zu finanzieren.

GroKo in Italien?

Wie schon so oft in Italiens Geschichte wird nur eine Koalition eine Regierung bilden können. Wahrscheinlich ist eine grosse Koalition von Mitte-Links und Mitte-Rechts oder eine erneute Übergangsregierung mit anschliessenden Neuwahlen. Wie in Deutschland könnte die Regierungsbildung schwierig und langwierig werden, besonders dann, wenn das M5S stärkste Partei werden sollte. Als Oppositionskraft mit komplexem und unkonventionellem Wahlprogramm werden Koalitionsverhandlungen des M5S mit traditionelleren Parteien leicht zur politischen Showbühne, um der Frustration mit dem italienischen Status quo Ausdruck zu geben.

Ausscheren Italiens aus der EU oder der Eurozone?

Die Wahrscheinlichkeit, dass Italien in der nahen Zukunft ernsthaft einen Austritt aus der EU oder der Eurozone anstreben könnte, ist gering. Zudem erlaubt die italienische Verfassung kein Referendum zu internationalen Verträgen. Eine Änderung der Verfassung, um ein «Exit»-Referendum dennoch zu ermöglichen, ist zwar denkbar. Eine Verfassungsänderung zur Referendums-Frage ist aber aufgrund der politischen Dreiteilung und der kleinräumigen Partei-landschaft unwahrscheinlich.

Finanzmärkte wenig besorgt

Ein grundlegender Kurswechsel in Italiens Aussenpolitik wird von den Finanzmärkten nicht antizipiert. Die wirtschaftliche Lage hat sich, wie in der übrigen Eurozone, im letzten Jahr spürbar aufgehellt. Die latente Gefahr einer immer weniger nachhaltig finanzierbaren Staatsverschuldung und die unberechenbaren politischen Absichten populistischer Strömungen hängen aber weiterhin als Damoklesschwert über Italien. Es gibt aber auch Hoffnung, dass die italienische Vertrautheit mit politischem Chaos und die unbestrittene Fähigkeit des Landes, gerade unter schwierigen Verhältnissen Erstaunliches zu leisten, positiv überraschen könnten. Die Finanzmärkte scheinen im Hinblick auf die Wahlen auf die Fähigkeiten Italiens zu vertrauen.

Globale Konjunktur

USA: Konjunktur läuft weiter rund

Die US-Wirtschaft wies auch im letzten Quartal 2017 einen erfreulichen Anstieg des BIP auf, auch wenn die erwarteten 3 % nicht ganz erreicht wurden. Nach der ersten Schätzung belief sich das Plus auf 2,6 %. Ein stärkerer Anstieg wurde erstens durch den Abbau von Lagerbeständen und zweitens durch ein höher ausgefallenes Handelsbilanzdefizit verhindert. Die jüngst in den Ring geworfene Forderung nach einem schwächeren Dollar würde das Handelsbilanzdefizit nicht verringern. Kurzfristig könnte dies sogar zu einer Verschärfung der Problematik führen. Es besteht die Gefahr, dass ein schwächerer Dollar die Importe verteuert, während die Belebung der Exportnachfrage längere Zeit auf sich warten lässt. Trotz diesem Risiko ist auch im laufenden Jahr mit einer guten Entwicklung der Konjunktur zu rechnen. Der private Konsum zeigt sich weiter sehr robust, das Konsumentenvertrauen verharrt auf einem historisch hohen Niveau (Abb. 1).

EU: Gute Stimmung hält an

Auch in der Eurozone läuft es weiterhin rund. Das BIP ist im 4. Quartal 2017 um 2,7 % (YoY) gestiegen. Die gute Konjunktur ist breit abgestützt. Die französische Wirtschaft verzeichnete bspw. den höchsten Anstieg des BIP seit 2011. Auch die Wachstumsraten in Spanien und Deutschland legten kräftig zu. Die weiteren Aussichten sind zudem – trotz den politischen Fragezeichen (Wahl in Italien und Brexit) – weiterhin sehr erfreulich. Die Stimmungsindikatoren bewegen sich auf historisch hohen Niveaus. Und auch die Lage auf den Arbeitsmärkten verbessert sich Schritt für Schritt. Zudem ist die Eurozone eine der wenigen Regionen, in denen die staatliche Schuldenquote sinkt (Abb. 2). Die nach wie vor tiefen Zinsen verschaffen den einzelnen Staaten zusätzlichen Spielraum für ihre Ausgabenpolitik.

Schweiz: Signale auf Grün

Obwohl der KOF-Indikator jüngst etwas nachgegeben hat, bleiben die Signale für die Konjunktur auf Grün. Auch nach dem Rückgang bewegt sich der Frühindikator weiter über seinem langfristigen Durchschnitt. Die Schweizer Wirtschaft profitiert unter anderem von der sehr soliden globalen Konjunktur. Die Rahmenbedingungen sind positiv. Dies spiegelt sich in den Erwartungen der exportorientierten Unternehmen wider. Deren Stimmung ist historisch betrachtet auf einem sehr hohen Niveau. Rückenwind erhalten die Exportunternehmen unter anderem vom stärkeren Euro. Europa ist der mit Abstand wichtigste Schweizer Handelspartner (Abb. 3).

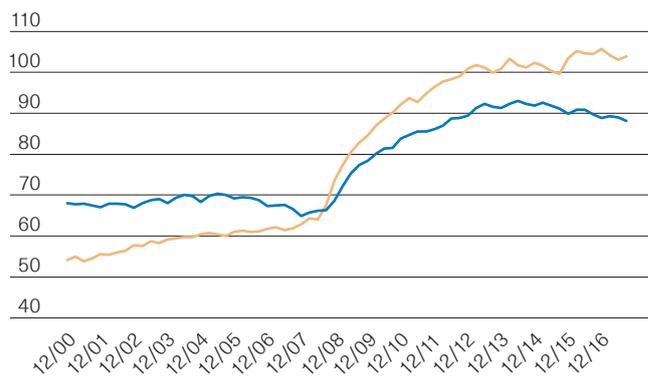
Abb. 1: US-Konsumentenvertrauen



■ Konsumentenvertrauen Conference Board

Quelle: BKB (Bloomberg)

Abb. 2: Eurozone und US-Schuldenquote im Vergleich

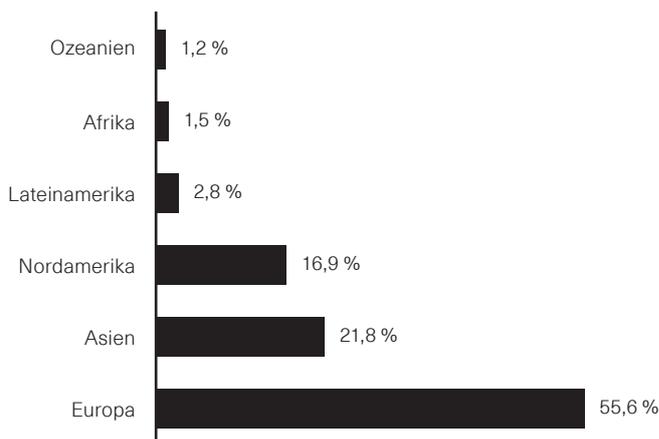


■ Eurozone Staatsverschuldung in % des BIP

■ US-Staatsverschuldung in % des BIP

Quelle: BKB (Bloomberg)

Abb. 3: Schweizer Exporte nach Regionen in %



Quelle: BKB, Eidgenössische Zollverwaltung

Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

EZB setzt lockere Geldpolitik fort

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat an ihrer Ratsitzung im Januar beschlossen, den eingeschlagenen geldpolitischen Kurs fortzuführen. Somit bleiben die Leitzinsen bei null Prozent. Ferner geht die EZB davon aus, dass diese noch für längere Zeit und weit über das Anleihekaufprogramm hinaus auf diesem Niveau verharren werden. Das monatliche Anleihekaufprogramm wird unverändert bis September 2018 fortgesetzt. Die EZB ist zudem bereit, die geldpolitischen Sondermassnahmen zu verlängern oder auszuweiten, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung des Ziels von unter, aber nahe 2 %, erkennbar ist. Trotz dem robusten Wachstum in der Eurozone ist der binnenwirtschaftliche Preisdruck insgesamt nach wie vor schwach. Aus Sicht der EZB sind noch keine überzeugenden Anzeichen für einen anhaltenden Aufwärtstrend der Inflation wahrnehmbar. Deshalb bedarf es gemäss EZB-Präsident Draghi nach wie vor umfangreicher geldpolitischer Impulse.

Ausblick

Die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen aus den USA, Deutschland und der Schweiz sind seit Jahresbeginn gestiegen (Abb. 1). Ein Grund sind die soliden globalen Konjunkturdaten. In den USA spricht neben der florierenden Konjunktur und den aufkommenden Inflationsrisiken auch die Geldpolitik für höhere Renditen. Hinzu kommen die möglichen Auswirkungen der Steuerreform. Sollten die Steuerkürzungen die Konjunktur zusätzlich anheizen, könnte die Fed den Normalisierungsprozess schneller vorantreiben als vorgesehen. Für 2018 hat die US-Notenbank drei Zinserhöhungen in Aussicht gestellt. 2019 sollen zwei weitere folgen. In Europa hingegen verspürt die EZB keine Eile, ihre expansive Geldpolitik zu ändern. Auch in der Schweiz deutet sich keine Änderung der expansiven Geldpolitik an. Um die Zinsdifferenz zum Euroraum nicht zu verkleinern und eine Erstarkung des Frankens zu riskieren, dürfte die SNB erst nach einem Zinsschritt der EZB die Leitzinsen erhöhen.

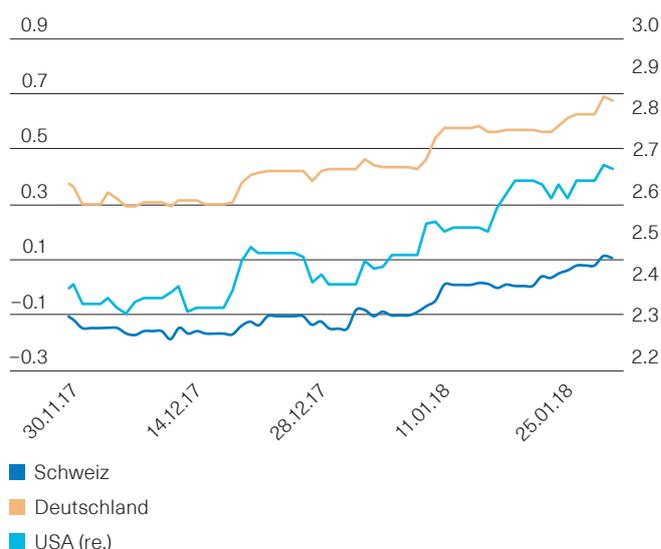
Schweizer Immobilienmarkt

Die Eigenheimpreise (Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen) haben sich auch 2017 leicht verteuert. Die Preise für Eigentumswohnungen sind um knapp 2 % angestiegen, die der Einfamilienhäuser um ca. 3 %. Die tiefen Hypothekarzinsen und die robuste Konjunktur sind die Hauptstützen des Eigenheimmarktes. Im Gegensatz zum Mietwohnungsmarkt, welcher von einem Überangebot geprägt ist, profitiert der Eigentumsmarkt neben einer abschwächenden Nachfrage von einer rückläufigen Bautätigkeit in diesem Bereich. Die hohen Eigentumspreise sind in der Zwischenzeit für eine Vielzahl der Haushalte nicht mehr finanzierbar. Wer sich dennoch den Traum vom Eigenheim erfüllen möchte, ist auch bereit, Kompromisse einzugehen. Dies führt dazu, dass vermehrt kleinere und günstigere Wohnungen nachgefragt werden.

Voraussichtlich werden die Preise für Einfamilienhäuser 2018 nochmals moderat zulegen können. Bei den Eigentumswohnungen ist damit nicht zu rechnen. So sind diese einem verschärften Wettbewerb durch sinkende Mietpreise ausgesetzt.

Wir bleiben im Segment der indirekten Immobilienanlagen mit einer Quote von 5 % neutral gewichtet.

Abb. 1: Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Aktienmarkt

Positiver Jahresstart an den Aktienmärkten

Die Aktienmärkte hatten mit wenigen Ausnahmen einen glänzenden Jahresauftakt. Sowohl der amerikanische S&P 500 als auch der Swiss Performance Index beendeten gleich den ersten Handelstag im Januar mit neuen Allzeithochs und konnten im Monatsverlauf weitere Bestmarken erreichen. Angesichts steigender Zinsen haben jedoch nicht alle Branchen gleichermassen von der positiven Investorenstimmung profitiert (Abb. 1). Aktien aus defensiven Sektoren, die wegen ihrer vergleichsweise stabilen Erträge und hohen Dividendenrenditen in der Vergangenheit als Anleihenersatz herhalten mussten, hinkten zyklischen Werten deutlich hinterher. Dagegen haben insbesondere europäische Finanztitel stark vom anziehenden Zinsumfeld profitiert.

Teure Bewertungen

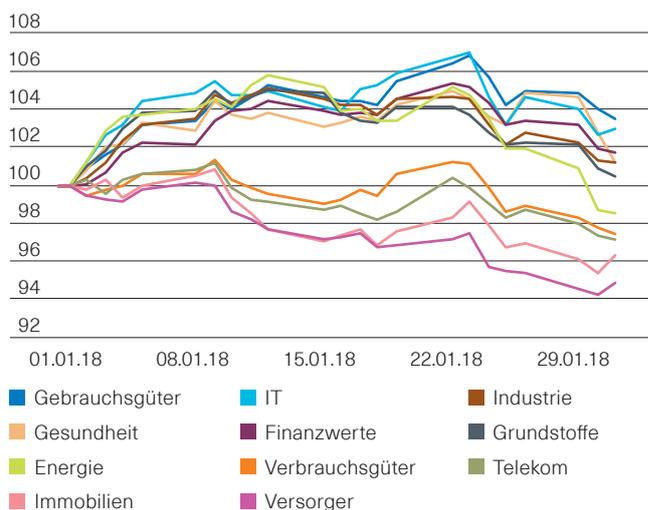
Weniger erfreulich ist hingegen die Bewertungssituation an den Aktienmärkten. Trotz positiver Gewinnentwicklung sind zuletzt die Aktienpreise stärker gestiegen als die Gewinne. Damit haben sich die Bewertungen weiter erhöht und befinden sich insbesondere in den USA am oberen Rand der historischen Bandbreite. Das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis amerikanischer Aktien ist nur noch zu einem Teil mit dem niedrigen Zinsniveau zu rechtfertigen und hat sich in den letzten Monaten vom fairen Wert entfernt (Abb. 2). Auf lange Sicht lassen hohe Bewertungen unterdurchschnittliche Aktienrenditen erwarten. Angesichts des weltweit robusten konjunkturellen Umfelds ist es aber gut möglich, dass die Anleger noch für längere Zeit höhere Bewertungen in Kauf nehmen.

Anlagestrategie

Wir haben an unserem leichten Aktienübergewicht festgehalten. Regional bevorzugen wir europäische und Schweizer Aktien. Bei US-amerikanischen Aktien sind wir untergewichtet.

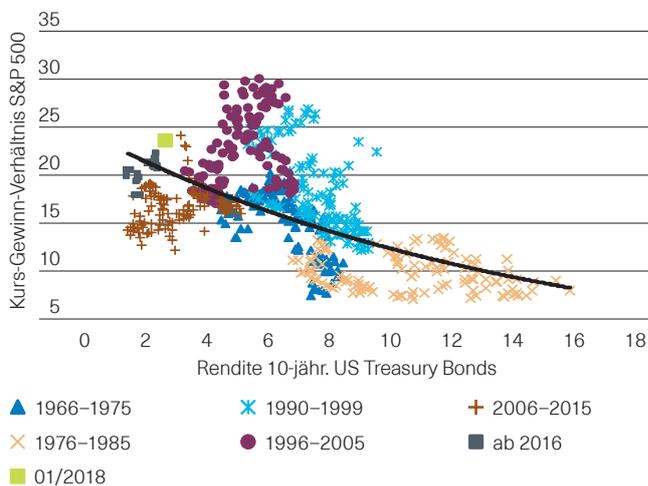
Abb. 1: Aktienperformance nach Sektoren im Januar 2018

MSCI Net Total Return Indizes in CHF



Quelle: BKB (Bloomberg/MSCI)

Abb. 2: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500 und Zinsen
Januar 1966 – Januar 2018



Quelle: BKB (Bloomberg)

© 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.