

Investment Letter 06/18

- Italiens neue Regierung fordert EU und Eurozone mit «Plan B» heraus.
- Trump erhebt Einfuhrzölle auf Stahl und Aluminium aus der EU. Eskalation in Verzug?
- Anlagestrategie: Reduktion der Aktienquote. Anlagerisiken trotz robuster wirtschaftlicher Lage angestiegen.



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer
Basler Kantonalbank

Italiens neue Regierung und ihr «Plan B»

Drei Monate nach den Parlamentswahlen steht in Italien eine neue Koalitionsregierung. Dies gerade noch pünktlich zum Jahrestag der Gründung der Italienischen Republik am 2. Juni 1946. Das nach den Märzahlen noch unerwartete Gelingen einer Koalition sehr ungleicher Parteien verändert die politische Landschaft in Europa signifikant. Der umstrittene eurokritische Kandidat für das Finanz- und Wirtschaftsressort, Savona, musste sich nach dem Veto von Staatspräsident Mattarella mit dem weniger einflussreichen Departement für europäische Angelegenheiten begnügen. Aber auch mit veränderter personeller Aufstellung wird Italien in der Eurozone und in der EU wohl einen neuen, weniger konzilianten Ton anschlagen. Hört man sich die oft sehr polemischen Reden der neuen Führungsgarde an, wird das Bild einer disfunktionalen Währungsunion evoziert, welche mehr Nachteile als Vorteile bringt. Das chronisch schwache Wirtschaftswachstum, die hohe Arbeitslosigkeit, die ausufernde Staatsverschuldung, die hohe Steuerbelastung für wirtschaftliche Leistungsträger oder die Bewältigung der Migrationsströme, all dies wird dem Währungskäfig Euro und der EU-Bürokratie angelastet. Das Bild des patriotisch kämpfenden italienischen Unternehmers, der trotz Belastung durch Euro, EU-Einmischung, illegaler Einwanderung und gegen die Exportübermacht Deutschlands die Würde des Landes bewahrt, hat viele Wähler überzeugt. Dass Steuersenkungen, ein grosszügig konzipiertes nationales Grundeinkommen und Rentenverbesserungen als Wahlversprechen abgegeben wurden, überzeugte sowohl steuermüde Unternehmer im Norden wie auch den wirtschaftlich darbedenden Süden Italiens. Derweil fragen sich andere Länder der Währungsunion, welche Spuren die neue Politik im Staatshaushalt Italiens hinterlassen wird. Eines scheint klar: Die Erfüllung aller Wahlversprechen wird

den Staatshaushalt weit über das in der Eurozone zugelassene Mass belasten und die Staatsverschuldung deutlich vergrössern. Der Diskussion über Verschuldungsgrenzen und über «Hausregeln» innerhalb der Währungsunion will die neue Regierung mit unverhohlenem Theoretisieren über Euroausstiegsszenarien als «Plan B» Nachdruck verleihen. Dass solche Tabubrüche im neuen Tonfall der italienischen Europapolitik die Attraktivität italienischer Staatsanleihen schmälern, ist nicht überraschend und der Kurseinbruch der Papiere in den letzten Wochen hat gezeigt, dass das Risiko einer Finanzierungskrise real bleibt.

Die Drohung mit dem «Plan B» findet bei italienischen Wählern offenbar Anklang, ist aber eine sehr riskante Strategie. Käme eine Finanzierungskrise in Italien in Gang, müsste die italienische Regierung die im Zuge der Griechenland-Krise geschaffenen europäischen Rettungsschirme und Stabilitätsmechanismen selbst zu Hilfe rufen. Dabei müsste Italien aber auch die mit der Notfinanzierung verbundenen Sparauflagen erfüllen. Ein Wink mit einem «Plan B» während der Krise könnte dabei rasch zur unkontrollierten Eskalation der Situation führen. In den nächsten Wochen dürfte Italiens neue Regierung die Stabilität und Geschlossenheit der Euro-Mitgliedsländer testen, indem sie Änderungen der heutigen Spielregeln fordert. An Dissonanzen und Streit im «Eurohaus» dürfte es in diesem Sommer nicht fehlen.

Trump erhebt Einfuhrzölle auf Stahl und Aluminium

Donald Trump verlängert die Schonfrist für die EU nicht und verhängt Zölle auf Stahl- und Aluminium-Importe. Die EU-Kommission hat umgehend Gegenmassnahmen und eine Klage bei der Welthandelsorganisation WTO angekündigt. Weitere Einschränkungen des Freihandels gegenüber China sind ebenfalls noch möglich. Das derzeitige Ausmass neuer Handelsschranken wird die Weltwirtschaft als Ganzes kaum vom derzeitigen robusten Wachstumskurs ablenken. Bei Trumps offensichtlicher Unberechenbarkeit ist aber eine weitere Eskalation nicht ausgeschlossen.

Anlagestrategie: Reduktion der Aktienquote

Aufgrund der gestiegenen Anlagerisiken, insbesondere wegen der Unsicherheit in Italien, haben wir Ende Mai die Aktienquote in unseren Vermögensverwaltungsmandaten reduziert. Dabei reduzieren wir vor allem den Anteil europäischer Aktien. Die Verkaufserlöse wurden diversifiziert in CHF-Liquidität, Gold und Anleihen aus Schwellenländern in Lokalwährung angelegt. Wir erwarten, dass der Euro in den nächsten Wochen schwach bleibt. Die Unschärfe bezüglich Strategie und Ziele der neuen italienischen Regierung in ihrer Europapolitik verunsichern gegenwärtig die Finanzmärkte.

Globale Konjunktur

USA: Aussichten bleiben solide

Die Aussichten für die US-Konjunktur bleiben nach den letzten veröffentlichten Konjunkturdaten und Umfragewerten solide. Die Frühindikatoren deuten weiter auf eine dynamische Entwicklung der Konjunktur hin. Der Arbeitsmarkt befindet sich in einer sehr guten Verfassung. Das zeigen die Zahlen zur Beschäftigung und die Zahl der offenen Stellen. Auch die Schwierigkeiten der KMU bei der Rekrutierung von Arbeitskräften ist ein Indiz für die gute Lage auf dem Arbeitsmarkt (Abb. 1). Zudem ist die Arbeitslosenquote im April erstmals seit Dezember 2000 unter die Marke von 4 % gesunken. Es herrscht Vollbeschäftigung. Dazu passt, dass das Konsumentenvertrauen in den USA weiter auf einem historisch hohen Niveau liegt. Entsprechend wird allgemein damit gerechnet, dass der private Konsum im 2. Quartal 2018 wieder stärker ansteigen wird und die Schwäche vom 1. Quartal vergessen lässt. Ein Anstieg des BIP um 2,5 % erachten wir weiter als realistisch.

EU: Italien dominiert die Meldungen

Die Konjunkturdaten in der Eurozone fallen weiter gut aus und versprechen für den weiteren Jahresverlauf ein solides Wachstum. Italien treibt aber vielen Marktbeobachtern Sorgenfalten auf die Stirn. Grund sind nicht die Wirtschaftsdaten, sondern der Konfrontationskurs der italienischen Wahlgewinner gegenüber der EU. Die wirtschaftlichen Entwicklungen Italiens waren zuletzt positiv. Das BIP legte 2017 immerhin um 1,5 % zu (höchster Zuwachs seit 2010), die Arbeitslosenquote gibt langsam, aber stetig nach und der Leistungsbilanzsaldo ist seit 2013 positiv (Abb. 2). Die italienische Politik wird voraussichtlich weiterhin die Schlagzeilen bestimmen, die Konjunkturaussichten für die Eurozone haben sich aber nicht eingetrübt. Es gibt aktuell keinen Grund, die BIP-Prognose von 2 % zu revidieren.

Schweiz: KOF-Indikator gibt etwas nach

Der jüngst veröffentlichte KOF-Indikator deutet auf eine durchschnittliche Entwicklung der Schweizer Konjunktur in den kommenden Monaten hin. Der Indikator ist auf den Stand von Dezember 2015 gefallen. Für den Rückgang waren besonders das verarbeitende Gewerbe und das Baugewerbe verantwortlich. Aber auch die Indikatoren für den Konsum und die Exportwirtschaft hatten einen leicht negativen Beitrag. Wir halten dennoch an unserer BIP-Prognose von 2 % in diesem Jahr fest. Die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt bleibt eine wichtige Stütze. Die Schweizer Arbeitslosenquote hat in den letzten Monaten deutlich nachgegeben (Abb. 3).

Abb. 1: US-Arbeitsmarkt (KMU)

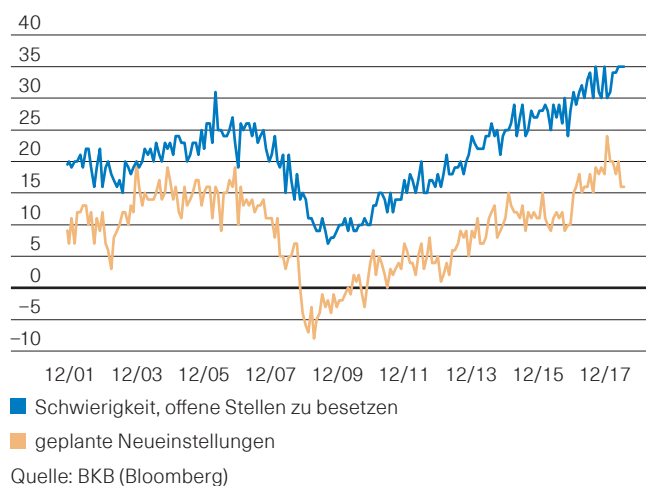


Abb. 2: Italienisches BIP und Leistungsbilanzsalden

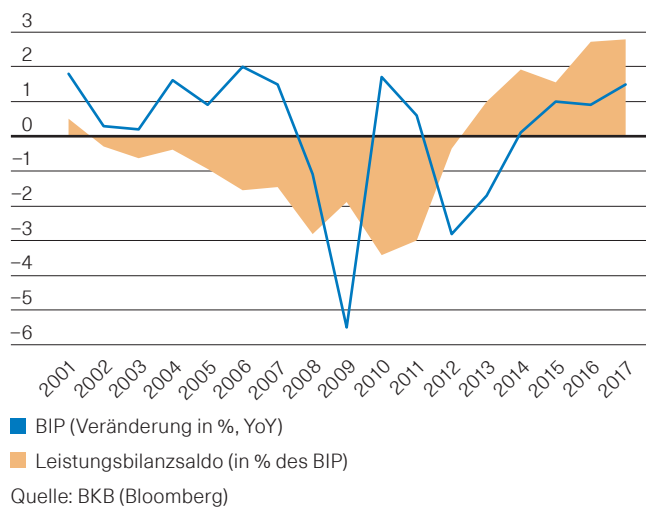
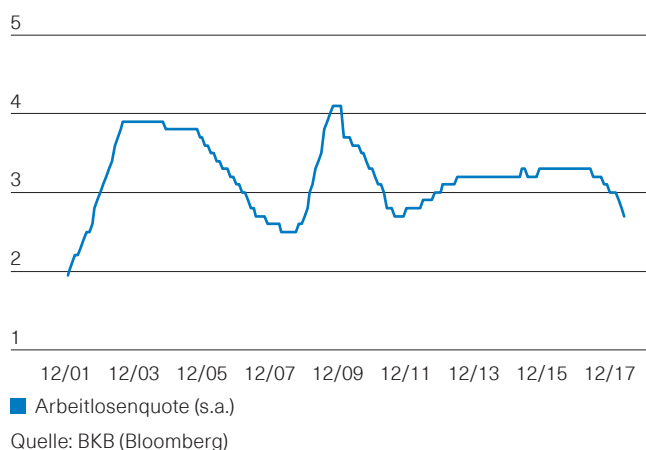


Abb. 3: Schweizer Arbeitslosenquote



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

Politische Risiken sorgen für zunehmende Unsicherheit

Im 1. Quartal hat sich das Wirtschaftswachstum in der Eurozone verlangsamt und die Inflation ist nach wie vor zu gering. Sollten sich die konjunkturellen Aussichten weiter verschlechtern, könnte dies die Europäische Zentralbank (EZB) vor erhebliche Probleme stellen. Durch die wachsenden politischen Risiken wird die aktuelle Situation zusätzlich verschärft. Vor allem die Regierungsbildung in Italien sorgte für heftige Turbulenzen an den Finanzmärkten. In der Folge legte die Rendite der 10-jährigen italienischen Staatsanleihe deutlich zu. Die Käufer verlangen eine spürbar höhere Risikoprämie. Die steigende Rendite widerspiegelt sich auch in einem wachsenden Spread gegenüber der deutschen Bundesanleihe (Abb. 1). Der Spread zeigt die Renditedifferenz zwischen Italiens 10-jähriger Staatsanleihe und der deutschen Bundesanleihe. Er gilt als ein wichtiges Mass für das wahrgenommene Risiko italienischer Anleihen. Der Spread erreichte am 29.05.2018 300 Basispunkte. Dies ist aber immer noch deutlich weniger als in den Krisenjahren 2011 und 2012, wo die Risikoprämie weit über 500 Basispunkte betrug. Im Zuge der Turbulenzen geriet auch der Eurokurs unter Druck. Wir haben unsere Übergewichtung Anfang Mai reduziert, halten aber an unserer Prognose von CHF 1,23 je EUR weiter fest. Die EZB trifft sich Mitte Juni zur nächsten Ratssitzung. Von den Finanzmärkten wird erwartet, dass die EZB konkrete Aussagen zum weiteren Vorgehen, insbesondere ihrem auslaufenden Anleihekauf-Programm, macht.

Ausblick

In den letzten Tagen wurden die Zinsmärkte insbesondere von der Regierungskrise in Italien beherrscht. Die Verunsicherung an den Finanzmärkten führte dazu, dass vermehrt sichere Anleihen der Kernländer auf Kosten der Peripherieländer gesucht wurden. Infolgedessen gaben die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen der USA, Deutschlands und der Schweiz nach. Bei den Zinsen gehen wir trotzdem davon aus, dass diese in den USA speziell am kurzen Ende weiter steigen werden. In Europa und der Schweiz erwarten wir, dass sich die Zinsen zunächst weiter seitwärts bewegen mit einer leicht steigenden Tendenz.

Schweizer Immobilienmarkt

Nachdem es bei den kotierten Schweizer Immobilienanlagen Anfang Mai noch etwas aufwärts gegangen war, kamen sie in der zweiten Monathälfte unter Druck. Dies gilt nicht nur für die Immobilienfonds, sondern auch für die Immobilienaktien. Während aber letztere seit Anfang Jahr noch eine positive Wertentwicklung aufweisen, ist die Performance der Immobilienfonds fast 3 % im Minus. Eine klare Ursache für die schwächeren Notierungen ist nicht auszumachen. Die Immobilienfonds dürften jedoch weiter unter den ausstehenden Kapitalerhöhungen leiden. Zudem ist mittelfristig die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die Zinsen steigen werden. Auch wir rechnen trotz der aktuellen Flucht in Sicherheit (Schweizer Renditen sind wieder gesunken) damit, dass die 10-jährigen Schweizer Renditen bis Ende 2019 0,5 % bis 1,0 % höher sein werden als heute. Dies ist aber ein verhältnismässig geringer Anstieg. Zudem wird es noch eine ganze Weile dauern, bis die Schweizer Notenbank ihre Leitzinsen anhebt.

Wir bleiben im Segment der indirekten Immobilienanlagen mit einer Quote von rund 5 % neutral gewichtet. Für das Festhalten an dieser Quote spricht die nach wie vor attraktive Ausschüttungsrendite von durchschnittlich 2,7 %.

Abb.1: Renditedifferenz Deutschland und Italien



Aktienmarkt

Aktien im Mai unter Druck

Der Rückenwind, den die Aktienmärkte in der ersten Monathälfte verspürten, kam mit dem Auslaufen der exzellenten Berichtssaison für die Unternehmensergebnisse des ersten Quartals zum Erliegen. Schwellenländeraktien setzten ihre Underperformance fort. Insbesondere die lateinamerikanischen Aktienmärkte erlitten deutliche Verluste. Ein wesentlicher Grund dafür ist der im Zuge der amerikanischen Zinsnormalisierung steigende US-Dollar. Darunter leiden insbesondere Länder mit hoher Auslandsverschuldung in USD, für die sich die Kreditkosten verteuern (Abb. 1). Der Streik der Lastwagenfahrer in Brasilien, welcher die Wirtschaft lahmlegte, sowie politische Unsicherheit aufgrund anstehender Wahlen in Kolumbien, Mexiko und Brasilien belasteten ebenfalls. Auch im Rest der Welt traten politische Probleme wieder stärker in den Anlegerfokus. So der Austritt der USA aus dem Atomabkommen mit dem Iran und die Turbulenzen um die Regierungsbildung in Italien. Letztere schickten insbesondere die europäischen Aktien auf Talfahrt.

Finanztitel, Telekom und Versorger schwach, IT gut behauptet

Die Angst vor einer erneuten Euro- und Kreditkrise schadete den Finanztiteln. Sehr schwach waren im Mai aber auch Telekommunikationsunternehmen und Versorger. Die Erwartung steigender Zinsen beeinträchtigt die Aussichten dieser defensiven Titel, die hohe Investitionsausgaben zu finanzieren haben. Zudem dienen sie einigen Investoren aufgrund relativ stabiler Erträge auch als Anleihe-Ersatz. Am stärksten zeigten sich dagegen Aktien aus dem Technologiesektor, die vom optimistischen Ausblick der Unternehmen profitierten (Abb. 2).

Anlagestrategie

Wir haben aus taktischen Gründen die Aktienquote hauptsächlich zulasten Aktien Europa reduziert und sind nun leicht untergewichtet. Die italienische Politik dürfte weiter für Nervosität an den Finanzmärkten sorgen.

Abb. 1: Schwellenländeraktien zeigen bei steigendem USD Underperformance

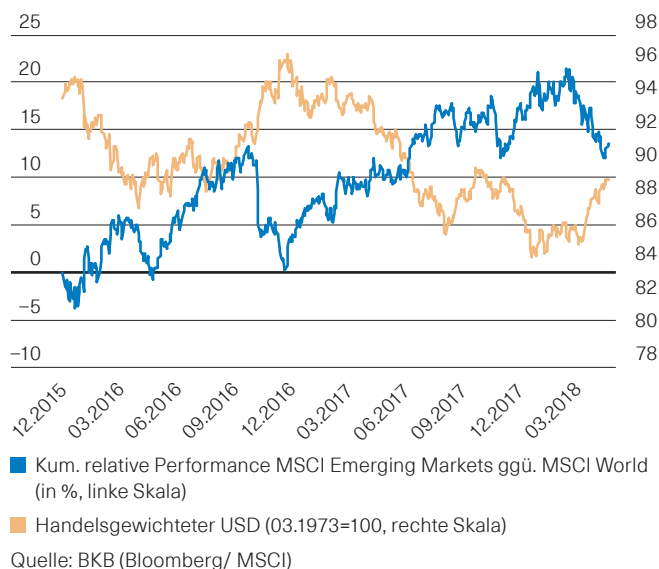
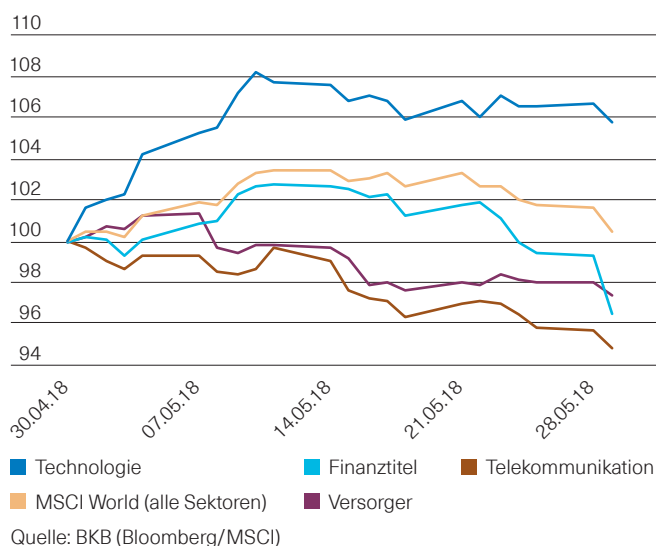


Abb. 2: Performance ausgewählter Sektoren im Mai
Index, 30.04.2018=100



© 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.