

Investment Letter 03/18

- Italien hat gewählt
- Merkels GroKo regiert Deutschland wieder
- Die Ungleichgewichte in der Eurozone dauern an



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer
Basler Kantonalbank

Italien hat gewählt

Wie bereits im Vorfeld erwartet, teilt sich die politische Landschaft nach der Wahl in drei ähnlich grosse Blöcke auf. Dem Mitte-Links-Bündnis mit der Partei des bisherigen Ministerpräsidenten Paolo Gentiloni («Partito Democratico») als wichtigster Kraft (23,3 % Wähleranteil). Dem Mitte-Rechts-Bündnis von Berlusconi «Forza Italia», «Lega Nord», «Fratelli d'Italia», und weiteren Parteien (37 % Wähleranteil). Der Protestbewegung «Movimento 5 Stelle», die mit ca. 32 % als einzelne Partei am meisten Stimmen auf sich vereinen konnte. Das Mitte-Rechts-Bündnis und das «Movimento 5 Stelle» sind die Gewinner der Wahlen. Infolge des Wahlausgangs sind die Parteien gezwungen, eine Koalitionsregierung zu bilden. Aus unserer Sicht bleibt eine grosse Koalition von Mitte-Links und Mitte-Rechts eine Option, obwohl die Mitte-Links-Partei «Partito Democratico» bereits den Gang in die Opposition verkündet hat. Aber auch eine Regierungsbeteiligung des «Movimento 5 Stelle» oder die Bildung einer Übergangsregierung mit anschließenden Neuwahlen scheinen möglich. In Italien steht in den nächsten Wochen also eine sehr schwierige und ungewisse Suche nach einer Regierung bevor.

Die Wahrscheinlichkeit, dass Italien in naher Zukunft ernsthaft einen Austritt aus der EU oder Eurozone anstreben könnte, bleibt 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, aber aufgrund der politischen Dreiteilung unwahrscheinlich. Wir gehen nicht von einem grundlegenden Kurswechsel in der italienischen Aussenpolitik aus. Die wirtschaftliche Lage in Italien hat sich im letzten Jahr spürbar aufgehellt, auch wenn Italien dem Rest der Eurozone weiter hinterher hinkt. Die Gefahr einer immer weniger nachhaltig finanzierbaren Staatsverschuldung hängt aber weiterhin als Damoklesschwert über Italien.

Merkels GroKo regiert Deutschland wieder

Nachdem die SPD-Mitglieder ein zustimmendes Votum zum Koalitionsvertrag abgegeben haben, ist der Weg für die neue grosse Koalition frei. Der politische Kompromiss der im 177-seitigen Koalitionsvertrag festgehalten ist, bringt Kontinuität in die deutsche Politik, aber kaum grundlegende Veränderungen. Deutschland ist wirtschaftlich gegenwärtig in sehr guter Verfassung. Die deutschen Staatsfinanzen haben 2017 das vierte Jahr in Folge einen Haushaltsüberschuss erwirtschaftet und an diesem Trend dürfte auch ein ausgabenfreudigerer SPD-Finanzminister kaum etwas ändern. Sein Spielraum ist im Koalitionsvertrag eng und explizit eingeschränkt. Auch die deutschen Exporte boomen auf Rekordhoch weiter. Der Wunsch Frankreichs und Italiens, dass Deutschland durch höhere Staatsausgaben und höheres Lohnwachstum einen Teil seines Wettbewerbsvorteils abgeben und damit die Nachfrage ankurbeln soll, wird wohl auch mit der neuen GroKo unerfüllt bleiben.

Die Ungleichgewichte in der Eurozone dauern an

Die wirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen Deutschland und Italien sind symptomatisch für die wirtschaftlichen Spannungen in der Eurozone als Ganzes.

Italien leidet nach wie vor unter den Folgen der schweren Rezession im Zuge der Finanzkrise vor zehn Jahren. Die Staatsverschuldung ist auf über 130 % der italienischen Wirtschaftsleistung angestiegen, während in Deutschland die Staatsverschuldung seit einigen Jahren fällt. In wenigen Jahren dürfte Deutschland die beim Euro vorgesehene Verschuldungsobergrenze aus den Maastrichter Verträgen von 60 % wieder einhalten. Dagegen wird Italien Jahr für Jahr verwundbarer für eine Schuldenkrise. Auch im gegenwärtig guten konjunkturellen Umfeld bleibt das Wachstum in Italien bescheiden und die Arbeitslosigkeit hoch, besonders akut bei der Jugend. Immerhin ist 2017 die Wirtschaft 1,5 % gewachsen und das Defizit bei den Staatsausgaben war mit ca. 2 % moderat. Auch erzielte Italien 2017 einen Exportüberschuss von 2 %, nachdem chronische Handelsdefizite zu beklagen waren. Ein Abklingen des aktuellen Konjunkturoberhochs könnte die Probleme bei der Wettbewerbsfähigkeit Italiens wieder blosslegen. In Deutschland sind die Löhne seit 2009 um über 20 % angestiegen. Investitionen haben aber auch die Produktivität um 10 % erhöht und die Lohnstückkosten insgesamt nur um etwa 10 % ansteigen lassen. In Italien sind die Löhne im gleichen Zeitraum nur 5 % gestiegen und es gab keine Erhöhung der Produktivität. Der Spielraum für höhere Löhne und eine für die Menschen spürbare wirtschaftliche Erholung wird durch den Konkurrenzdruck erstickt. Ohne tiefgreifende Reformen und Investitionen in die Zukunft droht Italien im globalen wirtschaftlichen Wettbewerb ein langsamer und leidvoller Abstieg.

Globale Konjunktur

USA: US-Handelspolitik als Risiko

Die Konjunktur ist auf Kurs. Es gibt keine Anzeichen dafür, dass die Prognosen für den Anstieg des BIP um 2,5 % in diesem Jahr nicht erreicht werden sollten. Die Früh- und Stimmungsindikatoren sind deutlich expansiv. Auf dem Arbeitsmarkt herrscht Vollbeschäftigung (Abb. 1). Die Aussichten sind für den privaten Konsum, aber auch für die Investitionstätigkeit gut. Ein Risiko bleibt die US-Handelspolitik. Die Pläne von US-Präsident Trump zur Einführung von Zöllen schaden mittel- und langfristig den Wirtschaftsaussichten der USA. Es ist eine rückwärtsgewandte Politik, wenn man die Stahlindustrie durch die Erhebung von Zöllen zurück in die USA holen will. Die politischen Verantwortlichen verzichten dabei bewusst auf die Vorteile internationaler Arbeitsteilung und die Nutzung von Produktivitäts- bzw. Kostenvorteilen in anderen Ländern. Die kurzfristigen Konjunkturaussichten werden von diesen Diskussionen jedoch nicht tangiert. Für 2018 bleiben die Aussichten positiv.

EU: Signale auf Grün – Italien hinkt hinterher

Nachdem das Jahr 2017 mit einem deutlich positiven BIP-Anstieg abgeschlossen werden konnte, stehen die Signale auch für das laufende Jahr auf Grün. Die Arbeitslosenquoten nehmen langsam, aber stetig ab und die Unternehmen zeigen sich weiter deutlich optimistisch. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass der deutsche Ifo-Index jüngst etwas nachgegeben hat. Im historischen Vergleich ist er noch immer auf einem sehr hohen Niveau und verspricht eine gute Entwicklung der Konjunktur (Abb. 2). Die gute Konjunktur ist in der Eurozone auch regional breit abgestützt. Einzig Italien hinkt der allgemeinen Dynamik hinterher. Der Anstieg des italienischen BIP betrug 2017 zwar erfreuliche 1,5 % (YoY), von den vier grossen Nationen in der Eurozone bildete Italien damit aber erneut das Schlusslicht.

Schweiz: Nordwestschweiz ein Wachstumsmotor

Die Schweizer Konjunktur ist auf einem gesunden Wachstumspfad. Rückenwind erhält sie von der sehr soliden globalen Konjunktur. Entsprechend optimistisch sind die Unternehmen ins Jahr 2018 gestartet. Die Region Nordwestschweiz gehört erneut zu den Wachstumsregionen. Dies ist in erster Linie der grossen Bedeutung der Pharmaindustrie in der Region am Rheinknie zu verdanken. Von dieser wird im laufenden Jahr erneut ein deutlich positiver Wachstumsbeitrag erwartet. Die Bedeutung der chemisch-pharmazeutischen Industrie zeigt sich auch im Aussenhandel (Abb. 3). Der Anteil ihrer Produkte am Gesamtexport beträgt fast 45 %.

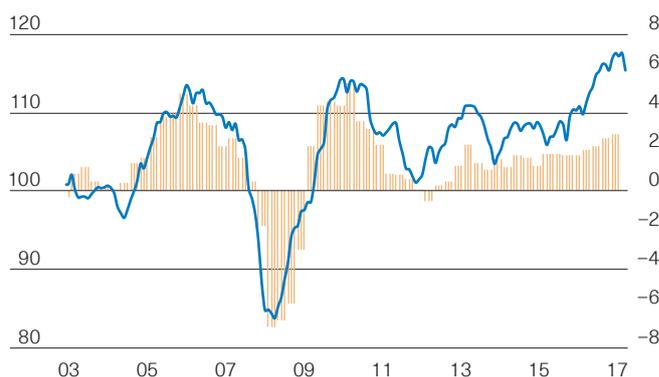
Abb. 1: US-Beschäftigungsentwicklung



■ US-Beschäftigte in Vollzeitstellen (in Mio.)

Quelle: BKB (Bloomberg)

Abb. 2: Deutscher Ifo-Index

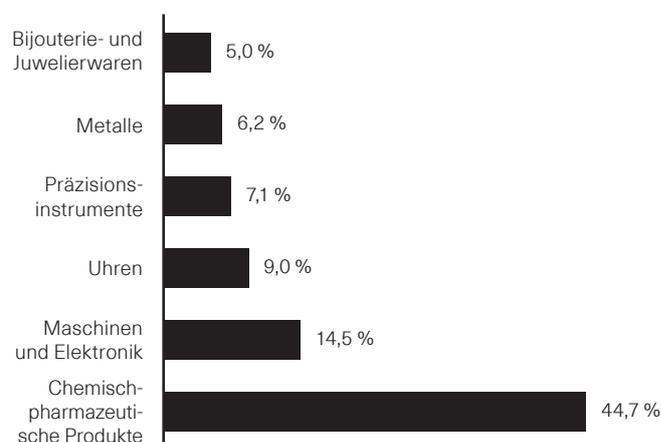


■ Deutscher Ifo-Index

■ BIP in % ggü. Vorjahr (rechte Skala)

Quelle: BKB (Bloomberg)

Abb. 3: Schweizer Ausfuhren 2017



Quelle: BKB, Eidgenössische Zollverwaltung

Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

Neuer Chef der US-Notenbank bestätigt Kurs

Nach der Stabsübergabe an der Spitze der US-amerikanischen Notenbank (Fed) wurde mit Spannung auf den ersten Auftritt von Jerome Powell in seiner neuen Funktion als Chef der Fed gewartet. Bei seiner ersten Anhörung vor dem US-Kongress wurde er den im Vorfeld seiner Berufung geäusserten Erwartungen gerecht. Die bisherige Geldpolitik der behutsamen Zinsanhebungen wird fortgeführt. An den Märkten sind entsprechend für das laufende Jahr drei Zinserhöhungen in den USA eingepreist. Der nächste Zinsschritt wird für die März-Sitzung fest eingeplant. Sollte jedoch an der Inflationsfront eine Verschärfung der Situation eintreten, dann behält sich die US-Notenbank auch eine raschere Anhebung der Zinsen vor. Im Moment sprechen die Inflationsdaten noch nicht für einen solchen Schritt. Sowohl die breite Inflation wie auch die Kernrate der Inflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) liegen nach wie vor nahe der 2 %-Marke. Eine erhöhte Inflationsdynamik ist trotz der Vollbeschäftigung auf dem US-Arbeitsmarkt bislang nicht erkennbar. Ein Risikofaktor für die Preisstabilität ist aber sicherlich die US-Steuerreform. Es ist zu erwarten, dass diese 2018 eine prozyklische Wirkung entfalten wird, was das Inflationsrisiko erhöht. Die Renditen der Obligationen haben entsprechend in den vergangenen beiden Monaten angezogen. Per Ende Februar lagen diese für 10-jährige US-Staatsanleihen nur noch knapp unter 3 %.

EZB mit expansiver Geldpolitik

Mario Draghi hält im Gegensatz zur US-Notenbank an seiner sehr expansiven Geldpolitik fest. Die Anleihenkäufe gehen zumindest bis September unvermindert weiter. Die EZB kauft monatlich Anleihen im Wert von rund 30 Mrd. Euro. Die Inflation ist in der Eurozone weiterhin sehr tief. Die Kernrate liegt bei 1 %, die breite Inflationsrate bei 1,2 % (Abb. 1). Der gestiegene Wert des Euro wirkt dabei preisdämpfend. So werden in US-Dollar denominated Importe für die Importeure aus der Eurozone günstiger. Trotzdem sind auch die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in der Eurozone und der Schweiz gestiegen. Der Anstieg war jedoch deutlich geringer als in den USA. Der Zinstrend zeigt zwar auch diesseits des Atlantiks nach oben, der Anstieg wird jedoch deutlich langsamer vonstattengehen. Wir rechnen nach dem jüngsten Zinsanstieg nur noch mit leicht steigenden Renditen (10-jähriger Obligationen) in diesem Jahr. Die SNB segelt weiter im Fahrwasser der EZB.

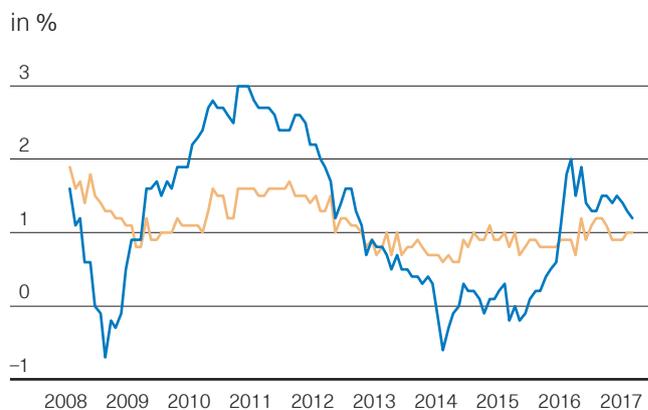
Schweizer Immobilienmarkt

Die indirekten Immobilienanlagen – Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften – bewegen sich im neuen Jahr nach einem positiven Börsenstart im negativen Bereich (Stand Ende Februar 2018). Nach einer Jahresend rally wurde der indirekte Immobilienmarkt von Gewinnmitnahmen und erneuten Kapitalerhöhungen belastet. Weitere Kapitalerhöhungen sind schon in der Pipeline. Solange die Zinsen tief sind, die Anlagealternativen fehlen und die Neuemissionen gut vom Markt absorbiert werden, wird dieser Trend anhalten. Dabei darf aber nicht ausser Acht gelassen werden, dass sich der direkte Immobilienmarkt zunehmend abschwächt.

Im vergangenen Jahr waren besonders Wohnimmobilienfonds stark gefragt. Deren Agios lagen Ende 2017 bei über 30 %, während sich die der kommerziellen Immobilienfonds knapp unter 20 % einpendelten. Entsprechend haben sich die Ausschüttungsrenditen der kommerziellen Fonds positiver als jene der Wohnimmobilienfonds entwickelt. In der Zwischenzeit hinterlassen die steigenden Leerstände bei den Wohnimmobilienfonds ihre Spuren. Die kommerziellen Immobilien sind im Zyklus weiter fortgeschritten als der Mietwohnungsmarkt. Leerstände konnten dort in den letzten Jahren aktiv reduziert werden. Vor diesem Hintergrund könnten die Fonds mit Fokus auf Geschäftsliegenschaften nach schwierigen Jahren wieder an Attraktivität gewinnen.

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

Abb.1: Inflationsraten in der Eurozone



■ Inflationsrate Eurozone
 ■ Kerninflation (ex Energie und Nahrungsmittel)

Quelle: BKB, Bloomberg

Aktienmarkt

Starke Kurskorrekturen am Aktienmarkt

Nach dem freundlichen Jahresauftakt tauchten die Aktienmärkte Ende Januar in eine Korrekturphase, deren Dimensionen – mit Kursrückgängen um 10 % – in Europa zuletzt nach dem Brexit-Votum im Juni 2016 gesehen wurden. Der auch als «Angstindikator» bekannte VIX-Index, welcher die im Optionsmarkt enthaltenen Volatilitätserwartungen für den S&P 500 Index widerspiegelt, verdreifachte sich. Für den Ausverkauf wurden von den Marktteilnehmern verschiedene Gründe angeführt. Sie reichten von steigenden Zinsen und höheren Inflationserwartungen über Deleveraging von Hedgefonds bis zur Überfälligkeit einer Marktkorrektur nach der fast stetigen Aufwärtsbewegung im letzten Jahr. Die nachfolgende Erholung sowie die Outperformance zyklischer Sektoren wie Technologie, zyklische Konsumwerte und Finanztitel zeigt aber, dass die konjunkturelle Lage auch von den Investoren weiterhin als robust eingeschätzt wird.

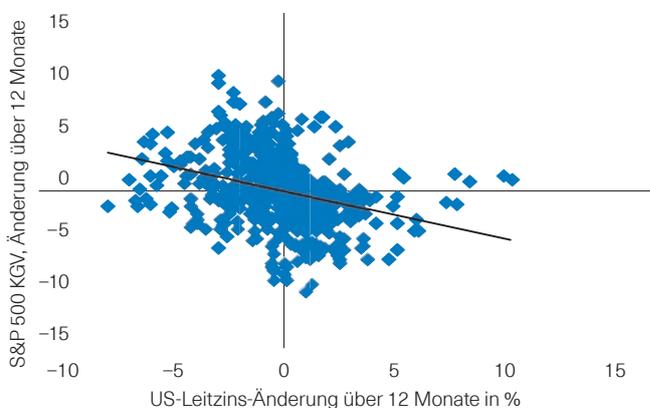
Ist eine Angst der Aktionäre vor steigenden Zinsen berechtigt?

Wenn man künftige Gewinne, Cashflows oder Dividenden mit einem höheren Zinsfuß abdiskontieren muss, nimmt deren Gegenwartswert ab. Demzufolge sinken bei steigenden Zinsen die Aktienbewertungen wie bspw. die Kurs-Gewinn-Kennzahlen (Abb. 1). Andererseits finden Zinssteigerungen meist in konjunkturell robusten Phasen statt, die mit steigenden Unternehmensgewinnen einhergehen (Abb. 2). Die Auswirkungen sinkender Bewertungen und steigender Gewinne auf die Aktienpreise sind gegenläufig, ein eindeutiger Nettoeffekt war in vergangenen Zinsanstiegsphasen nicht erkennbar. Wir erwarten, dass die Aktienpreise auf Jahressicht auch bei steigenden Zinsen Potenzial aufweisen und die positive Dynamik bei den Unternehmensgewinnen gegebenenfalls rückläufige Bewertungen kompensieren kann.

Anlagestrategie

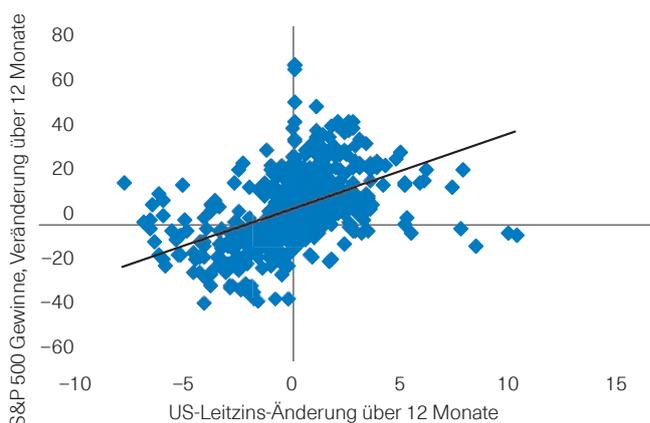
Wir haben die Korrektur an den Aktienmärkten zu einer Aufstockung unserer Aktienquote genutzt. So haben wir den Anteil der Schwellenländer-Aktien erhöht und die Untergewichtung bei US-Aktien durch ein aktives Rebalancing reduziert. Wir sind in unseren Mandaten bei den Aktien weiterhin Übergewichtet. Die regionalen Schwerpunkte sind die Schweiz, Europa und die Schwellenländer.

Abb. 1: Zinsänderungen und Aktienbewertung



Quelle: BKB (Bloomberg). Monatliche Daten von 07/1954 bis 01/2018

Abb. 2: Zinsänderungen und Gewinnentwicklung in %



Quelle: BKB (Bloomberg). Monatliche Daten von 07/1954 bis 01/2018

© 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.