

Investment Letter 11/19

- Ciao Mario Draghi – Bonjour Christine Lagarde
- Kein einfaches Erbe für Christine Lagarde
- Aktienmärkte in Rekordlaune: Skepsis bleibt



Ciao Mario Draghi – Bonjour Christine Lagarde

Nach achtjähriger Amtszeit hat Mario Draghi Ende Oktober das Präsidium der Europäischen Zentralbank an Christine Lagarde weitergegeben. Es ist wohl noch etwas zu früh, um Mario Draghi als den Retter des Euro zu feiern, denn viele Probleme in der Währungsunion wurden nur zum Teil gelöst. Immerhin schrieb Mario Draghi nach nur acht Monaten im Amt 2012 mit seinem Statement

«Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough.»

Wirtschaftsgeschichte. Am Ende seiner Amtszeit ist der Euro zwar wesentlich stabiler, die Spannungen in der Währungsunion und in der EU bleiben jedoch gravierend. Christine Lagarde wird nicht nur die Geldpolitik des kommenden Jahrzehnts prägen müssen, sie wird sich auch um die Vollendung der begonnenen europäischen Bankenunion bemühen. Es geht um drei grosse Projekte für das Finanzsystem der Eurozone: Eine gemeinsam geregelte Bankenaufsicht unter der Führung der EZB, ein gemeinsam geregeltes Abwicklungssystem für die etwa 120 systemrelevanten Banken der Eurozone und eine gemeinsame Einlagensicherung für Bankkunden aus der Eurozone.

Die gemeinsame einheitliche Regulierung der systemrelevanten Finanzinstitute durch die EZB ist heute schon Wirklichkeit. Ergebnisse von Banken-Stresstests, also Prüfungen der Stabilität der grossen Institute durch die EZB, werden regelmässig in der Presse kommentiert. Auch die zweite Säule der Bankenunion, die gemeinsam geregelte Abwicklung von Banken mittels der EU-Agentur SRB (Single Resolution Board), steht seit 2015. Das SRB hat seither unspektakulär, aber effektiv an der Abwicklung von Banken aus Italien, Spanien und Lettland mitgewirkt.

Dabei konnten diese Fälle ohne Finanzierungen durch die SRB letztlich direkt auf nationaler Ebene erledigt werden. Dabei kam das Prinzip des «Bail-in» zum Tragen, d. h. bei der Insolvenz einer Bank müssen zuerst Aktionäre und allenfalls Obligationäre für ihre eingegangenen Risiken mit Verlusten geradestehen. Dies eben, bevor Steuergelder Überbrückungen finanzieren; falls alle Stricke reissen, sind die Einlagen der Sparer zu sichern. Die Finanzinstitute, die unter die SRB fallen, finanzieren seit 2015 einen SRB-Fonds der, bereits etwa zwei Drittel der angestrebten EUR 60 Mia. angehäuft hat. So kann die SRB im Krisenfall eine Bank durch Kredite stabilisieren, was anschliessend eine geordnete und verlustschonendere Abwicklung erleichtert.

Kein einfaches Erbe für Christine Lagarde

Die Idealvorstellung einer Bankenunion, in der innerhalb der Eurozone bei sämtlichen Banken alle Sparer den gleichen ausreichenden Schutz geniessen, ist nicht die heutige Realität. Bei der dritten und letzten Säule der Bankenunion geht es um die Frage, wie gemeinschaftlich die Sicherung der Einlagen von Sparern in der Eurozone finanziert wird – eine politisch heisse Kartoffel. Noch muss sich ein Sparer in der Eurozone gut überlegen, in welchem Land er welcher Bank seine Ersparnisse anvertraut. Die Einlagensicherung wurde in einer Richtlinie der EU zwar auf einen Betrag von 100 000 Euro pro Einleger harmonisiert, die finanzielle Deckung der Einlagensicherung bleibt aber den einzelnen Mitgliedstaaten überlassen. Durch die neuen Strukturen ist die Eurozone aber heute schon besser für mögliche neue Krisen gewappnet. Christine Lagarde wird sich nebst den schwierigen geldpolitischen Themen auch mit dem Finanzsystem der Eurozone insgesamt befassen müssen. Ansonsten bleibt das Risiko bestehen, dass die EZB erneut ungewollt und hart am Rande ihres Mandats massiv als Retterin eingreifen muss.

Aktienmärkte in Rekordlaune: Skepsis bleibt

Trotz vielen ungelösten (geld-)politischen Fragen und eher schlechter Konjunktur geht indessen die Rally an den Aktienmärkten munter weiter. Der SPI erreichte Anfang November ein neues Allzeithoch. Die Zinssenkung der US-Notenbank Ende Oktober und die Erwartung einer ewig lockeren Geldpolitik der EZB sowie die Verschleppung des Brexit und der US-Handelsstreitigkeiten heben die Stimmung an den Börsen. Das laufende Jahr und das Jahrzehnt glanzvoll zu beenden, scheint in Greifweite: Die 2019 bisher erreichten Netto-Kundenrenditen in CHF von etwa 7 %, 12 % und 17 % für unsere nachhaltigen Strategien «Einkommen», «Ausgewogen» und «Wachstum» können sich zweifellos sehen lassen – auch gegenüber sämtlichen Konkurrenten im Markt.

Globale Konjunktur

USA: Privater Konsum bleibt Stütze

Langsam aber sicher hinterlässt die globale Konjunkturabschwächung auch in der US-Wirtschaft ihre Spuren. Das BIP ist zwar gemäss der ersten Schätzung im dritten Quartal etwas stärker gewachsen als erwartet, generell hat sich der Anstieg aber weiter abgeschwächt. Annualisiert lag das Plus bei 1,9 %, nach 2 % im zweiten und 3,1 % im ersten Quartal 2019. Die Stütze war auch im abgelaufenen Quartal der private Konsum mit einem Zuwachs von 2,9 %, nach 4,6 % im Zeitraum von April bis Juni 2019. Der guten Lage auf dem Arbeitsmarkt sei Dank. So hat die Zahl der neu geschaffenen Stellen jüngst positiv überrascht und die Arbeitslosenquote liegt weiterhin nahe dem tiefsten Stand seit Ende der 1960er-Jahre. Sorgen bereiten dagegen die Frühindikatoren. Auch wenn es bspw. beim Einkaufsmanagerindex für die Industrie nicht mehr weiter abwärts gegangen ist, liegt er deutlich im kontraktiven Bereich (Abb. 1). Das deutet auf eine weitere Abnahme der Konjunkturdynamik hin.

EU: Positive Überraschung beim BIP

Nach den vorliegenden Zahlen hat auch das Wachstum in der Eurozone positiv überrascht. Das Plus im dritten Quartal ist doppelt so gross ausgefallen wie erwartet. Und das, obwohl es der deutschen Volkswirtschaft gemessen am BIP alles andere als gut zu gehen scheint. Positive Wachstumsraten kamen jedenfalls aus Frankreich und aus Spanien. Und selbst Italien konnte ein geringfügiges Plus aufweisen. Auch für die Eurozone gilt, dass sich die Frühindikatoren in der Regel nicht weiter abgeschwächt haben. Sie liegen aber ähnlich wie in den USA weiter teils deutlich im negativen Terrain. Auch für Europa gilt: Die Hoffnung ruht auf dem privaten Konsum, dank der tiefen Arbeitslosenquote (Abb. 2).

Schweiz: Frühindikator deutlich aufwärts

... und nur noch leicht kontraktiv. Es ist positiv zu werten, dass der Einkaufsmanagerindex der Industrie für die Schweizer Wirtschaft wieder auf 49.4 Punkte zulegen konnte und nur noch geringfügig unter der kritischen 50-Punkte-Marke liegt. Damit hat sich die Stimmung in der Schweizer Industrie deutlich stärker aufgehellt als in den anderen Industriestaaten. Speziell im Vergleich zu Deutschland ist der Unterschied markant, handelt es sich doch bei beiden Ländern um Volkswirtschaften, die stark vom Aussenhandel geprägt sind. Es gilt jedoch, die kommenden Monate abzuwarten, für eine generelle Entwarnung ist es unseres Erachtens zu früh. Wir erwarten für dieses Jahr nur noch einem Anstieg des BIP um 1 %.

Abb. 1: USA – Einkaufsmanagerindex Industrie

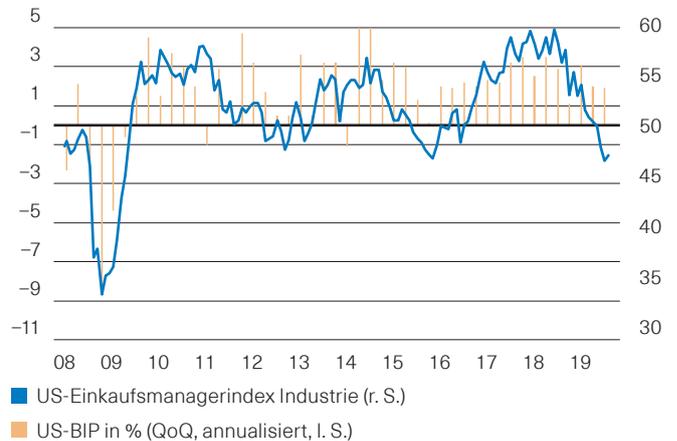


Abb. 2: Eurozone – Arbeitslosenquote

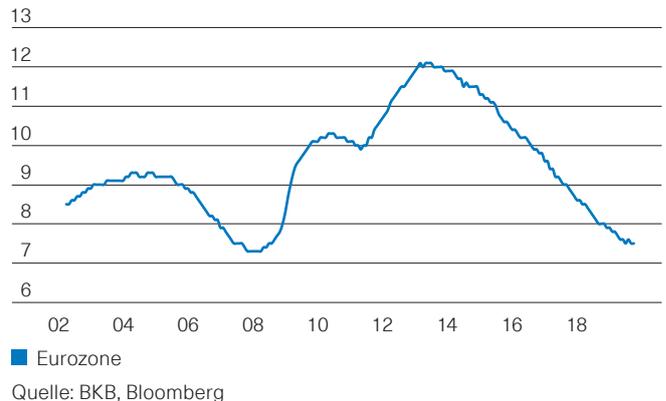
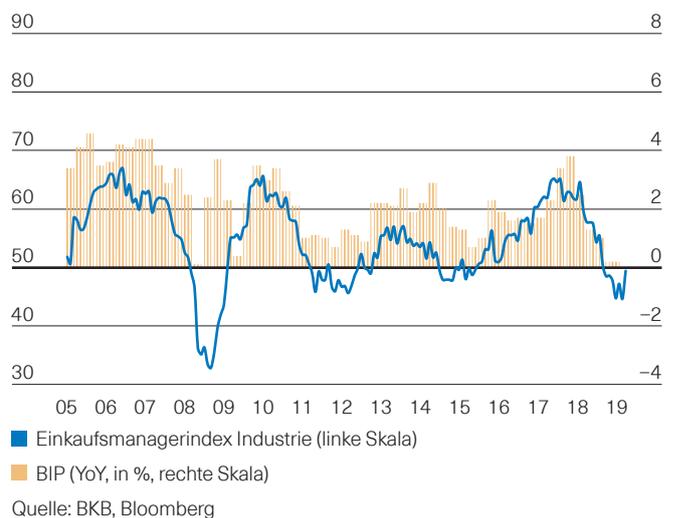


Abb. 3: Schweizer Frühindikator und BIP



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

US-Notenbank signalisiert Pause

Die US-Notenbank (Fed) hat im Oktober den Leitzins zum dritten Mal in Folge um 0.25 Prozentpunkte gesenkt. Fed-Chef Powell begründete diesen Schritt mit der Absicherung der US-Konjunktur gegen globale Risikofaktoren und mit der gemässigten Inflation. Das Fed schätzt die US-Wachstumsaussichten weiterhin als robust ein. Die nachlassende Dynamik der Weltwirtschaft und die Unsicherheit der Handelspolitik wirkten sich jedoch belastend auf die US-Wirtschaft aus. Bevor es über weitere Zinsschritte nachdenkt, möchte das Fed erst einmal die weitere Entwicklung und die unterstützende Wirkung der bisherigen Massnahmen beobachten. Eine mögliche Zinserhöhung ist gemäss Powell derzeit kein Thema. Erst bei einem deutlichen Anstieg der Inflation würde das Fed eine Erhöhung in Betracht ziehen.

EZB behält geldpolitischen Kurs bei

Im Gegensatz zum Fed hat der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) beschlossen, die Leitzinsen unverändert zu belassen. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die Leitzinsen noch solange auf dem aktuellen oder einem tieferen Niveau bleiben, bis sich die Inflationsaussichten wieder deutlich der Marke von 2 % annähern. Damit soll die Wirtschaft der Eurozone weiter stimuliert werden. Denn aus Sicht der EZB hält die Schwäche der Wachstumsdynamik im Euroraum länger an und der Inflationsdruck bleibt verhalten. Die andauernden Unsicherheiten in Bezug auf die geopolitischen Faktoren, ein zunehmender Protektionismus und die Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften stellen gemäss Draghi Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums dar.

Ausblick

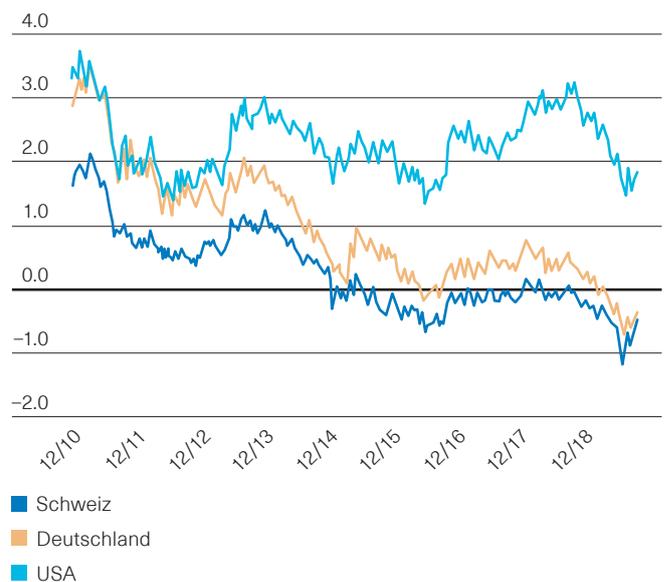
Die abnehmende Risikoaversion in den vergangenen Wochen führte an den Anleihenmärkten zu einem Anstieg der Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen (Abb. 1). Erneut positive Signale im Handelskonflikt USA und China sowie die Wahrscheinlichkeit einer halbwegs einvernehmlichen Lösung des Brexits bieten Potenzial für eine weitere moderate Steigerung der Renditen. Die erwartete Entspannung bei den geopolitischen Risiken sollte unseres Erachtens auch für eine Entschärfung beim Schweizer Franken sorgen.

Schweizer Immobilienmarkt

Die kotierten Schweizer Immobilienanlagen befinden sich weiterhin im Höhenflug. Seit Jahresbeginn erwirtschafteten kotierte Immobilienfonds knapp 19 %, die gelisteten Immobilienaktien sogar beinahe 30 %. Nach einer kleinen Verschnaufpause im September konnten beide Segmente im Oktober deutlich zulegen, wobei die Fonds mit ca. 3,3 % die Aktien mit 2,2 % sogar übertrafen. Seit Beginn des dritten Quartals wurden bei den Fonds acht Kapitalerhöhungen mit einem Volumen von rund 1,25 Mrd. Schweizer Franken angekündigt. Die Kapitalerhöhungen wurden vom Markt gut aufgenommen, was eine robuste Nachfrage dokumentiert.

Die Agios bei den Fonds sind nach wie vor sehr hoch. 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 weiter 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



Quelle: BKB, Bloomberg

Aktienmarkt

Goldener Oktober an den Aktienmärkten

Schwache Wirtschaftsdaten, insbesondere hinter den Erwartungen zurückgebliebene Einkaufsmanagerindizes, hatten zunächst für einen holprigen Start der Aktienmärkte in den Oktober gesorgt. Mit zunehmender Entspannung an der geopolitischen Front mit der gestiegenen Aussicht auf ein US-chinesisches Handelsabkommen und der Abwendung eines harten Brexit kehrte bei den Anlegern der Risikoappetit zurück. Die seit Jahresbeginn im regionalen Vergleich zurückgebliebenen zyklischeren Aktienmärkte der Schwellenländer, Japans und Europas konnten gegenüber den bisherigen Top-Performern Schweiz und USA stärker zulegen (Abb. 1). Auf Sektorebene blieben nicht zyklische Konsumgüter und Versorger hinter dem breiten Gesamtmarkt zurück. Auch Energietitel waren schwächer und konnten nicht vom Ölpreisanstieg profitieren, der offensichtlich von den Anlegern als nicht nachhaltig betrachtet wurde. Ferner lastet die deutlich negative Gewinnentwicklung auf dem Energiesektor.

Unternehmensberichtssaison: Verhaltene Ergebnisse

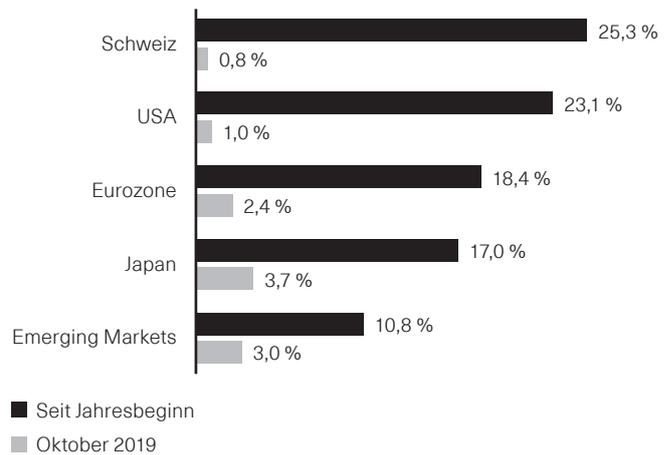
Die Unternehmensergebnisse für das 3. Quartal fielen bislang im Durchschnitt besser aus als erwartet. Dennoch sind die Gewinne für den S&P 500-Index im Vergleich zum Vorjahresquartal rückläufig. Bei den Umsätzen ist dagegen weiterhin ein positives Wachstum zu verzeichnen (Abb. 2). Dementsprechend sinken die Gewinnmargen der börsennotierten Unternehmen. Da auch für die nächsten beiden Quartale nicht damit gerechnet wird, dass das Gewinnwachstum höher ausfällt als das Umsatzwachstum, ist einstweilen eine weiter sinkende Profitabilität der Unternehmen zu erwarten. Mit Ausnahme der Versorger und der Konsumgüter sind derzeit alle US-Branchen von einem negativen Trend der Gewinnmargen erfasst.

Anlagestrategie

Angesichts der eingetrübten Unternehmens- und Konjunkturdaten halten wir an unserer Untergewichtung der Aktienquote fest. Die weiterhin ungelösten politischen Risikofaktoren (u. a. Handelsstreit, Brexit, US-Impeachment) können jederzeit einen Stimmungswandel provozieren. Unsere Untergewichtung besteht zulasten Aktien Europa und Aktien USA.

Abb. 1: Regionale Aktienperformance seit Jahresbeginn und im Oktober

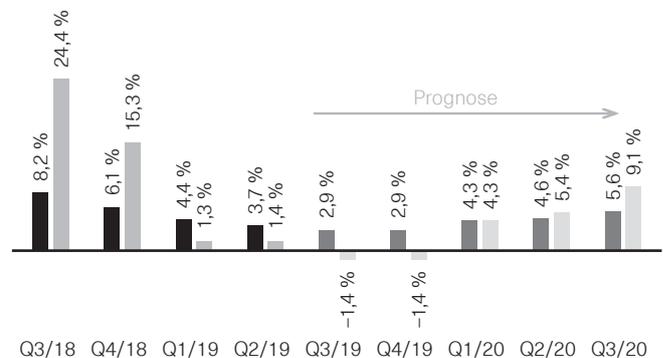
Net Total Return Indizes in CHF



Quelle: BKB, Bloomberg/MSCI

Abb. 2: Umsatz- und Gewinnwachstum der S&P 500-Unternehmen

in %



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.