

# Investment Letter 10/19

- Aktienmärkte: rote Zahlen Anfang Oktober
- Noch tiefere Zinsen durch schwache Konjunktur?
- Zwangspause abgebrochen: Naht der Brexit?



## Aktienmärkte: rote Zahlen Anfang Oktober

Im Zuge schlechter US-Konjunkturdaten hat die erste Oktoberwoche einen Rückschlag bei den weltweiten Aktienindizes im Bereich von 3 % bis 4 % gebracht. Das Szenario eines Abgleitens in eine weltweite Rezession bleibt zwar weiterhin unwahrscheinlich, die Risiken steigen jedoch. Nach wie vor kommen weder aus der US-Politik noch aus den grossen europäischen Volkswirtschaften positive Impulse. Im Gegenteil, neue Handelschranken in Form von Zöllen zwischen den USA und der EU und das beinahe dogmatische Festhalten an der «schwarzen Null» im deutschen Staatshaushalt verheissen wenig Gutes für die weitere Entwicklung. Ebenso hemmt die weiterhin offene Lösung über die Modalitäten des EU-Austritts der Briten die Wirtschaftsdynamik auf der Insel. Immerhin erscheint die Industrieproduktion in China bisher vergleichsweise resistent. Sollten wir in eine Rezession schlittern, dann hat die Politik nichts gegen und einiges zu diesem ungünstigen Verlauf beigetragen.

## Noch tiefere Zinsen durch schwache Konjunktur?

Die heikle wirtschaftliche Situation entschärfen soll hingegen einmal mehr die Geldpolitik. Die letzte Drehung der Zinsschraube nach unten ist noch nicht erreicht, aber viel Spielraum ist wohl nicht mehr vorhanden. Nach dem Zinsschritt im September könnte die US-Notenbank schon Ende Oktober eine weitere Zinssenkung vornehmen. Besonders dann, wenn sich der Ausblick weiter eintrüben sollte. Auch für die Zinsen in der Schweiz ist für die SNB die Möglichkeit, diese noch negativer zu setzen, nicht vom Tisch. Der Franken hat sich zwar nach den Massnahmen der Europäischen Zentralbank im September nicht stark aufgewertet, die Währungsentwicklung bleibt aber ein bestimmender Faktor der Schweizer Geldpolitik. Man mag sich fragen, ob die SNB im kommenden Jahr ihre Bilanz erstmals über die 1000-Milliarden-Grenze steigern wird.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass der Tiefststand bei den weltweiten Zinsen erst noch erreicht werden muss.

## Zwangspause abgebrochen: Naht der Brexit?

Das Oberste Gericht in Grossbritannien hat die von Boris Johnson auferlegte Zwangspause für nicht verfassungskonform befunden. Das britische Unterhaus tagt somit wieder und ein neuer Vorschlag für einen Brexit-Vertrag liegt in Brüssel auf dem Tisch. Eine Einigung in letzter Minute ist zwar möglich, inhaltlich hat sich aber gegenüber den gescheiterten Entwürfen, die Theresa May vorgelegt hatte, herzlich wenig geändert. Die Situation bleibt unübersichtlich wie eh und je, eine erneute Verlängerung scheint aber aus heutiger Sicht das wahrscheinlichste Szenario. Die wohl schon bald fälligen Neuwahlen könnten die politische Richtung aber endlich klarer vorgeben.

## Anlagestrategie: Vorsicht beginnt sich auszuzahlen

Die im Lauf dieses Jahres durch uns schrittweise vorgenommene Reduktion der Aktienquote beginnt sich im Oktober als die richtige Massnahme herauszustellen. Bisher hat uns der starke Verlauf der Aktienmärkte, entgegen vieler wirtschaftlicher Fundamentaldaten, eher überrascht. Jetzt scheint die Realität die Aktienkurse einzuholen. Weitere Drehungen an der Zinsschraube werden uns vermutlich vor extremen Rückschlägen schützen, moderate Gewinnmitnahmen und eine wohlüberlegte Kalibrierung des Risikos bleiben aber ratsam. Ihr Kundenberater zeigt Ihnen dazu gerne verschiedene interessante Möglichkeiten auf.

## Im Gesundheitssektor international diversifizieren

Der Gesundheitssektor («health care») bleibt innerhalb von Aktienanlagen trotz des stetig zunehmenden Regulierungsdrucks attraktiv. Dies dank der demografisch und technologisch gestützten herausragenden Wachstumsperspektiven. Nachdem der defensiv positionierte Gesundheitssektor und insbesondere die Biotechnologiebranche in den vergangenen Jahren relativ zum Gesamtmarkt einen etwas schwächeren Verlauf zeigte, bestehen nun Chancen auf eine Outperformance. Gerade für Anleger mit hohem Schweizer Pharma-Anteil bildet die von uns konzipierte Anlage-Empfehlung eine sinnvolle internationale Diversifikation. Ihr Kundenberater kann Sie dazu gerne im Detail informieren. In unseren Anlagelösungen haben wir, im Rahmen der an uns delegierten aktiven Bewirtschaftung, Anfang Oktober ca. 2 % der Mittel in dieses «health care»-Thema investiert. Wir konnten damit einen Teil der während der letzten Monate geschaffenen Liquidität jetzt wieder sinnvoll einsetzen.

# Globale Konjunktur

## USA: Privater Verbrauch als Stabilisator

Der private Verbrauch ist die mit Abstand wichtigste Komponente des US-amerikanischen BIPs. Er macht rund 70 % der gesamten Wirtschaftsleistung aus. Der Beitrag der Investitionstätigkeit beträgt etwa 18 %, jener der Staatsausgaben gut 17 %. Der Aussenbeitrag, also die Differenz zwischen Exporten und Importen, ist dagegen negativ, die USA weisen seit Jahren strukturell ein Handelsbilanzdefizit aus. Es ist somit wenig verwunderlich, dass der Stimmung der Konsumenten viel Aufmerksamkeit entgegengebracht wird. Die jüngste Eintrübung hat denn auch zu besorgten Kommentaren Anlass gegeben. Trotz des Rückgangs ist die Stimmung unter den Konsumenten aber nach wie vor gut, schliesslich hat die Beschäftigung in den USA im Jahresvergleich zugelegt (Abb. 1). Die Konsumenten dürften somit vorerst weiterhin ihrer Rolle als Stabilisator der Konjunktur gerecht werden.

## EU: Deutschland drückt auf die Stimmung

Die Einkaufsmanagerindizes der Eurozone haben sich weiter eingetrübt. Dabei hat sich gerade die Stimmung in der deutschen Industrie nochmals deutlich verschlechtert. Dies zeigt auch die Erwartungskomponente des deutschen ifo-Index, die auf den tiefsten Stand seit Juni 2009 gesunken ist (Abb. 2). Gründe für den sich ausbreitenden Pessimismus sind die ungelösten internationalen Probleme wie der globale Handelskonflikt und der Brexit. Gleichzeitig gibt es aber auch hausgemachte Probleme wie die aktuelle Krise in der deutschen Automobilindustrie. Entsprechend rechnen Ökonomen für das dritte Quartal 2019 erneut mit einer negativen Wachstumsrate des deutschen BIP. Für die Eurozone insgesamt gehen wir aber weiter von einem leicht positiven Wachstum um +1 % aus.

## Schweiz: BIP-Prognosen nach unten angepasst

Nachdem die Wachstumsrate für das Schweizer BIP im ersten Halbjahr schwächer ausgefallen ist (Abb. 3), als ursprünglich erwartet, kam es zu Prognoseanpassungen. So haben zuletzt vom KOF befragte Konjunkturopern ihre Wachstumsprognose für das laufende Jahr auf 1 % gesenkt. Auch die Schweizer Konjunktur leidet unter Handelskrieg und Brexit. Hinzu kommt, dass Deutschland für die Schweiz der wichtigste Handelspartner ist. Eine Schwäche der deutschen Konjunktur spüren somit auch viele Schweizer Unternehmen. Unsere Prognose für das Schweizer BIP haben wir mit 1 % bis 1,5 % angegeben. Auch wir gehen davon aus, dass es sich eher am unteren Rand der Bandbreite einpendeln wird.

Abb. 1: USA – Beschäftigung

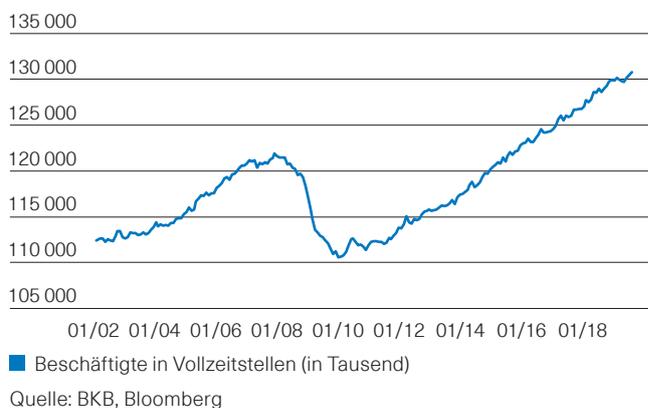


Abb. 2: Ifo-Index und deutsches BIP

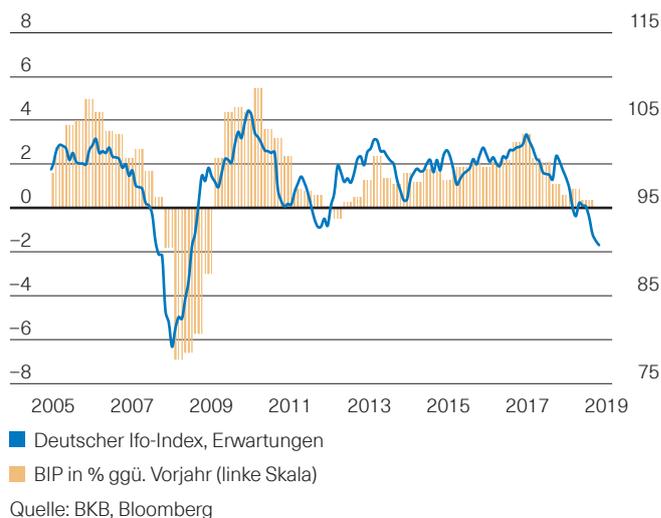
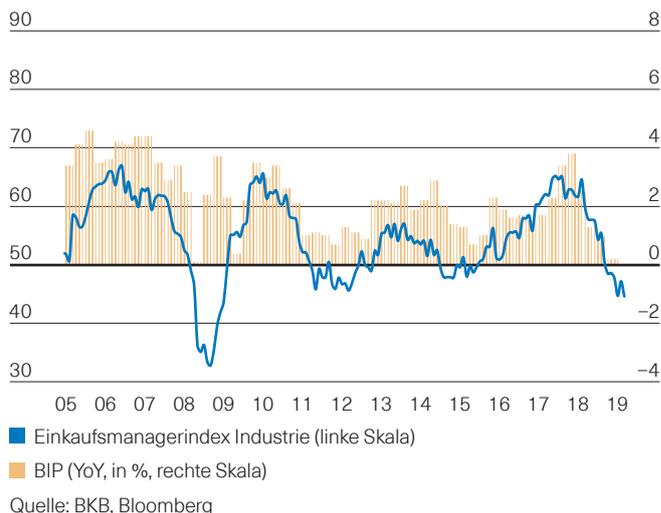


Abb. 3: Schweizer Frühindikator und BIP



# Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

## Normalisierungskurs der Fed am Ende?

Die US-Notenbank (Fed) hat, wie von den Marktteilnehmern erwartet, den Leitzins zum zweiten Mal in Folge um 0.25 Prozentpunkte gesenkt. Dies, obwohl sich die amerikanische Wirtschaft im längsten Aufschwung der US-Geschichte befindet. Gemäss Notenbankchef Jerome Powell werde der niedrigere Zins im Hinblick auf die zunehmenden Risiken das weitere Wachstum stärken. Die Schwäche des globalen Wachstums und die Unsicherheit der Handelspolitik hätten die Wirtschaft laut Powell belastet. Mit dem Einschreiten der Notenbank soll ein Konjunkturinbruch verhindert werden. Das Fed geht weiter von einer moderat wachsenden US-Wirtschaft aus, allerdings sind die Exporte und Investitionen zuletzt zurückgegangen. Powell stellte konkret keine weiteren Zinssenkungen in Aussicht. Die Notenbank werde alle wirtschaftlichen Daten weiter genau beobachten und angemessen handeln. Die Finanzmärkte rechnen indes mit einer weiteren Zinssenkung im Dezember.

## Europäische Zentralbank (EZB) zurück im Krisenmodus

Der EZB-Rat hat an seiner September-Sitzung entschieden, die Geldpolitik erneut zu lockern. So werden die Strafzinsen für Banken, die Gelder bei der EZB deponieren, von  $-0,4\%$  auf  $-0,5\%$  verschärft. Das umstrittene Anleihekaufprogramm wird wieder aufgenommen. Laut EZB-Präsident Draghi ist die sehr expansive Geldpolitik über einen längeren Zeitraum vonnöten. Die Abschwächung der Wirtschaft sei erheblicher als erwartet. Er rechnet vorerst aber nicht mit einer Rezession. Der zweite Hauptgrund ist die schwache Entwicklung der Inflation. Erst wenn sich die Inflationsaussichten eindeutig und konstant dem EZB-Ziel nähern, ist eine Umkehr der Geldpolitik in Sicht. Dabei gilt es aber, die Abwärtsrisiken nicht aus den Augen zu verlieren.

Im Gegensatz zur EZB behält die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Geldpolitik unverändert bei. Die Zinsdifferenz zum Euro ist leicht gesunken (Abb. 1) und der Druck auf den Franken etwas gestiegen, jedoch nicht gravierend. Die SNB betonte, dass die expansive Geldpolitik angesichts der internationalen Entwicklungen und der Inflationsaussichten in der Schweiz weiterhin notwendig bleibe.

## Schweizer Immobilienmarkt

Die kotierten Schweizer Immobilienanlagen haben sich seit Jahresanfang sehr erfreulich entwickelt. Immobilienaktien konnten im September ihren vorherigen Höhenflug nicht weiter fortsetzen, korrigierten auf allerdings nach wie vor hohem Niveau. Auch Fonds entwickelten sich stabil und konnten ihr Niveau ungefähr verteidigen. Das Plus bei den Immobilienaktien beträgt per 30.09.2019 rund  $26\%$ . Bei den Immobilienfonds beträgt das Plus immerhin noch knapp  $14\%$ . Treiber des leichten Kursrückganges bei den Immobilienaktien waren die Unsicherheiten am Aktienmarkt sowie die nach wie vor hohe Bewertung. Dies führte zu Gewinnmitnahmen.

Die Agios bei den Fonds sind nach wie vor sehr hoch. Die Kursaufschläge der Wohnimmobilienfonds bleiben über denen der kommerziellen Immobilienfonds. Die Kapitalerhöhungen wurden im Jahresverlauf bislang sehr gut angenommen, was eine robuste Nachfrage dokumentiert. 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: Renditedifferenz 10-jähriger Staatsanleihen**



Renditedifferenz zwischen Schweizer und deutschen 10-jährigen Staatsanleihen

Quelle: BKB, Bloomberg

# Aktienmarkt

## Entspannung an den Aktienmärkten im September

Nach den Kursrückgängen im Vormonat befanden sich die globalen Aktienmärkte im September wieder im Aufwind. Angesichts der Hoffnung auf Entspannung bei wichtigen politischen Problemen verbesserte sich die Stimmung. So trugen die angekündigte Wiederaufnahme der chinesischn-amerikanischen Handelsgespräche und die Hindernisse für den britischen Premier Boris Johnson im Hinblick auf einen No Deal Brexit zur Erholung bei. Der japanische Aktienmarkt, der besonders unter den Handelsquerelen gelitten hatte und seit Jahresbeginn hinter den übrigen Industrieländern zurückgeblieben ist, konnte seinen Rückstand mit einer Monatsperformance von +4,8 % in CHF etwas verringern. Auch in der Eurozone (+3,5 %), den Schwellenländern (+2,7 %), den USA (+2,5 %, jeweils in CHF) und der Schweiz (+1,4 %) zeigten die Aktienkurse nach oben (Abb. 1).

## Performanceschub bei Finanz- und Energietiteln

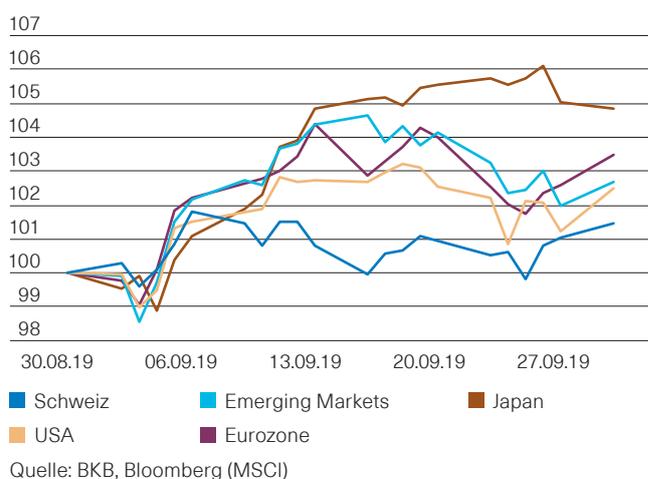
Von den in der ersten Monathälfte wieder gestiegenen Zinsen konnten insbesondere Finanzwerte profitieren. Daneben zählten Energietitel im September zu den Outperformern, nachdem Drohnenangriffe auf die saudiarabische Ölproduktion für einen Anstieg des Ölpreises gesorgt hatten. In der zweiten Monathälfte favorisierten die Anleger dann wieder defensive Sektoren wie Versorger, Immobilien und nicht-zyklische Konsumgüter. Aktien aus dem globalen Gesundheitssektor konnten an diesem Turnaround weniger partizipieren, da im Zuge der jüngsten Enthüllungen in der amerikanischen Politik den Demokraten und somit einer verstärkten Regulierung im Gesundheitsbereich verbesserte Chancen eingeräumt wurden (Abb. 2).

## Anlagestrategie

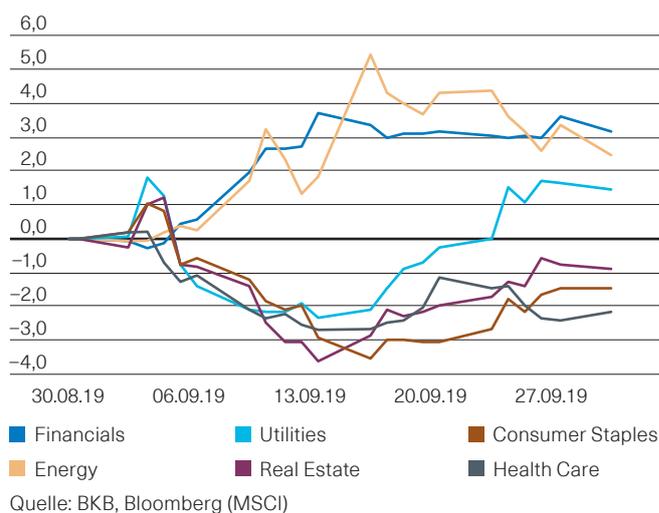
Wir halten an unserer Untergewichtung der Aktienquote fest und liegen knapp 4 % unter der strategischen Quote. Die Untergewichtung besteht zulasten Aktien Europa und Aktien Nordamerika. Angesichts der andauernden Problemfelder – Handelskonflikt zwischen den USA und China, Brexit-Diskussionen, weitere Eintrübung der Konjunkturaussichten, Abwärtsrevision der Gewinnerwartungen bei Unternehmen und Verringerung der Gewinnmargen – halten wir eine vorsichtige Positionierung für angebracht.

Gegen eine weitere Reduktion der Aktienquote sprechen dagegen die sehr tiefen Obligationenrenditen, die stark expansive Geldpolitik der Notenbanken und die auf KGV-Basis eher faire Bewertung der Aktienmärkte. Zudem sind bezüglich des Handelskonflikts auch positive Nachrichten möglich.

**Abb. 1: Regionale Aktienperformance im September**  
Net Total Return Indizes in CHF, 30.08.2019=100



**Abb. 2: Relative Performance verschiedener Sektoren gegenüber MSCI Welt Index im September**  
in %



© 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.