

Investment Letter 12/18

- Volatilität vor ereignisreichen Dezember-Wochen
- Globales Wachstum: Unser Basisszenario 2019
- Obligationen: US-Hochverzinsliche verkaufen



Volatilität vor ereignisreichen Dezember-Wochen

Auch im November und in der ersten Dezember-Woche hat sich das für 2018 charakteristische, richtungslose Auf und Ab an den Aktienmärkten fortgesetzt. Die Angst vor einer Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums, die sich in einer immer flacheren US-Zinskurve ausdrückt, belastet aktuell die Börsen.

Auch die letzten Wochen des Jahres werden weiter für gewohnte Volatilität sorgen. Die Dezember-Agenda hat es in sich: Das britische Unterhaus könnte nun endlich zum vorliegenden Brexit-Vertrag einen historischen Entscheid fällen. Die Ausgangslage ist offen und das Ergebnis kaum vorhersehbar. Von einer Annahme des Vertrages über vorgezogene Neuwahlen bis hin zu einem neuen Referendum mit einem No-Brexit-Entscheid scheint aus heutiger Sicht alles möglich zu sein.

Vorhersehbarer sind hingegen die bevorstehenden Zinsentscheide der Europäischen Zentralbank (EZB) und der US-Notenbank (Fed). Die EZB wird am 13. Dezember die Leitzinsen unverändert bei null belassen und vermutlich das Ende ihres Anleihen-Kaufprogrammes verkünden. Die Fed wird nach weiterhin robust ausgefallenen Arbeitsmarktzahlen für den November die Zinsen am 19. Dezember um ein weiteres Viertelprozent auf 2,5 % anheben.

Wir rechnen auch für 2019 mit weiteren Zinsschritten für den USD. Die Fed könnte aber bereits im Dezember signalisieren, dass das Tempo der quartalsweisen Anhebung in Abhängigkeit von den aktuellsten Konjunkturdaten verlangsamt werden könnte. Die Unsicherheit über den Fortgang des Konjunkturzyklus ist aktuell hoch.

Globales Wachstum: unser Basisszenario für 2019

Was löste frühere Rezessionen in der Schweiz aus? Mitte der 1970er-Jahre löste der Öl-Schock in einem Umfeld

steigender Inflation eine Rezession aus. Sonntagsspaziergänge auf leeren Autobahnen sind in unserer kollektiven Erinnerung eingebrennt. Die Inflation lag damals Mitte der 1970er-Jahre bei 8 % bis 10 %. Eine weitere Rezession erlebte die Schweiz Anfang der 1980er-Jahre, als der Ölpreis sich in Zeiten hoher Inflation verdoppelte. Anfang der 1990er-Jahre folgten der zweite Golfkrieg, eine Bankenkrise in den USA und eine Immobilienkrise in der Schweiz. In der Schweiz schnellte die Inflation auf 6 % hoch und die Leitzinsen lagen auf für heutige Verhältnisse schwindelerregenden Niveaus von 8 %. Seither scheint die Inflation «eingeschlafen» zu sein. Die Leitzinsen lagen in der Schweiz nie wieder über 3,5 % und wurden 2015 sogar negativ. Auch die letzte Rezession im Zuge der Bankenkrise 2008/2009 liegt inzwischen zehn Jahre zurück. Nach einer langen wirtschaftlichen Expansionsphase erwarten viele Anleger fast unwillkürlich eine neue Rezession.

Im 3. Quartal ist die Schweizer Wirtschaft im Vergleich zum Vorquartal entgegen aller Prognosen überraschend um 0,2 % geschrumpft. Dies sehen wir zwar nicht als Vorbote einer Rezession in der Schweiz, aber dieser einzelne Datenpunkt trägt zur Verunsicherung über die Wachstumserwartungen für 2019 bei.

Wir erwarten für 2019 zwar eine durchaus spürbare weltweite Wachstumsverlangsamung, jedoch keine ausgeprägten Rezessionstendenzen in den grössten globalen Wirtschaftsräumen. Anlegern raten wir, ihre Anlagestrategie für 2019 bezüglich der eingegangenen Risiken gründlich zu prüfen. Insbesondere sollten Kreditrisiken bei Staats- und Unternehmensobligationen im Umfang begrenzt und stark diversifiziert sein.

Obligationen: US-Hochverzinsliche verkaufen

Die Attraktivität des Umfelds für hochverzinsliche US-Unternehmensobligationen hat nachgelassen. Die in unserem Basisszenario erwartete globale Wachstumsverlangsamung und die gestiegenen US-Zinsen verteuern die Kapitalbeschaffung insbesondere für bonitätsschwache Unternehmen. Diese müssen sich aufgrund ihrer meist kurzlaufenden Verschuldung häufiger refinanzieren. Im Rahmen unseres Anlagethemas «Globale Zinsen» (28.4.15 bis 5.12.18) hat der von uns empfohlene «Axa WF US High Yield Bonds»-Fonds kumuliert eine Performance von 15,3 % in CHF erzielt.

Wir empfehlen alle Anlagefonds zum Thema US-Hochverzinsliche Anleihen ganz oder mindestens teilweise zu verkaufen. Wir besprechen gerne mit Ihnen, welche anderweitigen Anlagen aus unserer Sicht aktuell attraktiver sind.

Globale Konjunktur

USA: Aktuelle Lage weiterhin gut

Jüngst veröffentlichte Wirtschaftsdaten bestätigen das Bild der letzten Monate – die Konjunktur der USA läuft weiter rund. Dabei spielt es fast keine Rolle, welche Indikatoren man betrachtet. Der Einkaufsmanagerindex der Industrie ist wieder gestiegen. Er verspricht hohe Wachstumsraten. Auf dem Arbeitsmarkt herrscht Vollbeschäftigung (Abb. 1). Zudem bewegt sich die Stimmung unter den Konsumenten noch immer auf einem sehr hohen Niveau. Und dennoch deuten die Prognosen für das kommende Jahr auf eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums hin. Warnsignale kommen unter anderem vom Obligationenmarkt. Die Zinsstrukturkurve ist infolge der restriktiveren Geldpolitik der US-Notenbank nur noch leicht positiv. Und die hohe Auslastung des Faktors Arbeit begrenzt das Wachstumspotenzial im kommenden Jahr. Somit droht der grössten Volkswirtschaft der Welt 2019 eine Abnahme der Konjunkturdynamik, Anzeichen für ein Abgleiten in eine Rezession sind aber nicht erkennbar.

EU: Wirtschaftswachstum hat sich abgeschwächt

Nachdem das BIP der Eurozone im 3. Quartal 2017 noch um 2,8 % gestiegen ist, legte es im 3. Quartal 2018 nur noch um 1,7 % (YoY) zu. Frühindikatoren haben die Wachstumsabschwächung bereits seit einigen Monaten angezeigt (Abb. 2). Deutschland und Italien mussten sogar einen Rückgang des BIP hinnehmen. Während Deutschland unter Sondereffekten im Zusammenhang mit den neuen Abgasstandards in der Autoindustrie litt, spielen bei Italien grundlegendere Probleme eine Rolle. Die privaten Konsumausgaben und die Investitionen gaben nach, die Staatsausgaben haben stagniert. Für Deutschland rechnen wir im 4. Quartal deshalb mit einem erneut positiven Wachstumsbeitrag, die Aussichten für Italien bleiben dagegen, nicht zuletzt wegen des Fiskalstreits mit der EU-Kommission, eingetrübt.

Schweiz: Stimmung in der Industrie weiterhin gut

Der Schweizer Einkaufsmanagerindex der Industrie kam in den letzten Monaten unter Druck. Mit 57,7 Punkten ist er aber weiter deutlich expansiv. Er deutet für die kommenden 3 bis 6 Monate auf einen Anstieg der Wirtschaft hin (Abb. 1). Erfreulicherweise gilt dies auch für die Subkomponente Beschäftigung. Die Schweizer Industrieunternehmen planen weiterhin einen Aufbau der Beschäftigung. Trotzdem ist für 2019 auch in der Schweiz mit einer Abnahme der Wachstumsdynamik zu rechnen. Die Prognosen für das kommende Jahr bewegen sich zwischen 1,4 bis 2,2 % und damit mehrheitlich unter dem langfristigen Durchschnitt.

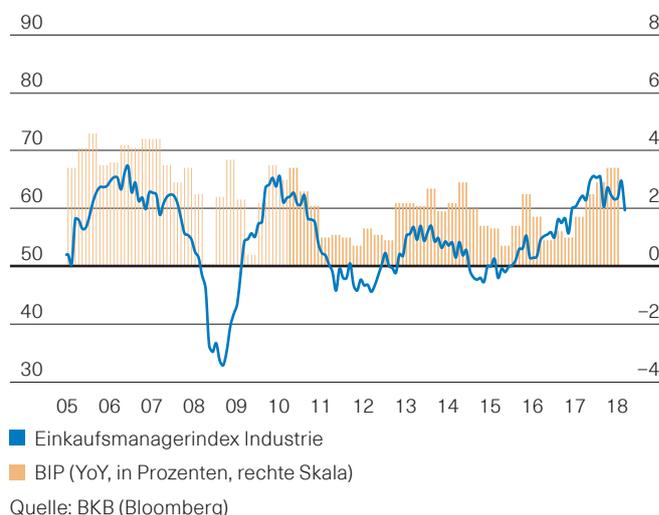
Abb. 1: USA – Arbeitslosenquote



Abb. 2: Eurozone – Stimmungsindikatoren



Abb. 3: Schweizer Frühindikator



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

US-Notenbank (Fed) deutet langsamere Gangart an

An ihrer letzten Sitzung Anfang November haben die Mitglieder des geldpolitischen Fed-Ausschusses erwartungsgemäss das Zielband des US-Leitzinses unverändert belassen. Für mehr Aufmerksamkeit sorgte jedoch die Aussage von Fed-Chef Jerome Powell. Demzufolge befände sich der US-Leitzins nur noch knapp unter dem neutralen Niveau, bei dem das Wirtschaftswachstum weder stimuliert noch gebremst wird. Noch im Oktober hatte Powell erklärt, dass die Leitzinsen immer noch weit von einem neutralen Niveau entfernt seien. Durch seine Aussagen kommt der Verdacht auf, dass die schrittweisen Zinserhöhungen nächstens ein Ende finden könnten. Powell betonte zudem, dass die US-Geldpolitik keinem vorbestimmten Pfad folge. Gleichzeitig hat die Fed ein klares Signal für eine Leitzinsanhebung im Dezember gegeben. Wie dem veröffentlichten Protokoll zu entnehmen ist, halten fast alle Mitglieder eine recht baldige weitere Leitzinsanhebung für angemessen. Die nächste Fed-Sitzung findet am 19. Dezember statt. Dann werden auch die Zinsprognosen der Fed-Mitglieder aktualisiert.

Ausblick

Die Konjunktursorgen sowie die Zweifel an der Nachhaltigkeit des jüngsten Handelsdeals mit China sorgten dafür, dass die Anleger wieder verstärkt Staatsanleihen der Industrieländer nachgefragt haben. Diese gelten als sicherer Anlagehafen. Entsprechend kamen die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen der Schweiz, Deutschlands und der USA unter Druck. Bei letzteren ist die Rendite erstmals seit drei Monaten wieder unter 3,0 % gefallen. Der als besonders wichtig erachtete Renditeabstand zwischen zwei- und 10-jährigen US-Staatsanleihen ist noch positiv, wenn auch sehr gering (Abb. 1). Eine inverse Zinskurve, bei der die kurzfristigen Zinsen höher als die langfristigen sind, war in der Vergangenheit oft ein Indikator für eine bevorstehende Rezession. Für 2019 rechnen wir bei den Renditen 10-jähriger Staatsanleihen mit einem Anstieg von maximal 0,25 bzw. 0,5 %-Punkten. Während fundamental teils deutlich höhere Renditen gerechtfertigt wären, sprechen besonders die Geldpolitik der Notenbanken (Schweiz und Eurozone) sowie die globalen Inflationserwartungen gegen einen deutlicheren Anstieg.

Schweizer Immobilienmarkt

Im Monat November hat sich der Wert der Immobilienanlagen nur wenig verändert. Die Immobilienaktien legten leicht zu, die Fonds gaben etwas nach. Seit Jahresbeginn weisen die Immobilienfonds per 30. November ein deutlicheres Minus auf, die Immobilienaktien bewegen sich dagegen nur leicht im negativen Bereich. Das Risiko einer Immobilienblase in der Schweiz ist weiter gesunken. Der Swiss Real Estate Bubble Index ging im 3. Quartal 2018 weiter zurück. Er liegt erstmals seit Mitte 2012 nicht mehr in der Risikozone. Das Zinsänderungsrisiko bleibt dagegen bestehen. Bei steigenden Zinsen besteht die Gefahr von Wertverlusten bei Immobilien und Immobilienanlagen. Auch von einer generellen Entspannung am Immobilienmarkt kann trotz dem gesunkenen Risiko nicht gesprochen werden. Für den Erwerb eines vergleichbaren Eigenheims sind immerhin 31 Jahresmieten aufzuwenden. Dieses Verhältnis hat ein neues Hoch erreicht. Das erreichte Preisniveau für Wohneigentum und die regulatorischen Anforderungen bleiben für viele Haushalte somit eine finanzielle Hürde.

Wir bleiben im Segment der indirekten Immobilienanlagen mit einer Quote von rund 5 % neutral gewichtet, nicht zuletzt aufgrund der – im Vergleich zu Schweizer Obligationen – weiter attraktiven Ausschüttungsrendite.

Abb.1: Renditevergleich US-Staatsanleihen



Aktienmarkt

Gemischte Aktienperformance im November

Die globalen Aktienmärkte zeigten im November einen schlingenden Kursverlauf und eine gestreute Performance. In den USA setzte sich nach den wenig überraschenden Ergebnissen der Kongresswahlen zunächst die Korrektur fort, ehe mässige Äusserungen des amerikanischen Notenbankpräsidenten bezüglich künftiger Zinsanhebungen die Aktienmärkte zum Monatsende ins Plus (+0,8 % in CHF) drehen liessen. Die sehr guten Ergebnisse für das dritte Geschäftsquartal standen im Hintergrund. Nach dem Auslaufen der Steuerreform rechnen die Analysten für nächstes Jahr nur noch mit Gewinnzuwächsen im einstelligen Prozentbereich (Abb. 1). Die Aktien der Eurozone verbuchten mit -1,9 % in CHF einen weiteren Verlustmonat und auch die Schweizer Aktien schlossen gemäss MSCI mit -0,4 % im negativen Bereich. Dagegen fand bei den Schwellenländeraktien vor allem in Asien nach dem Ausverkauf der letzten Monate eine Konsolidierung statt. Sie beendeten den November mit +3 % in CHF.

Defensive Aktien gesucht, Verluste bei Energie- und Technologietiteln

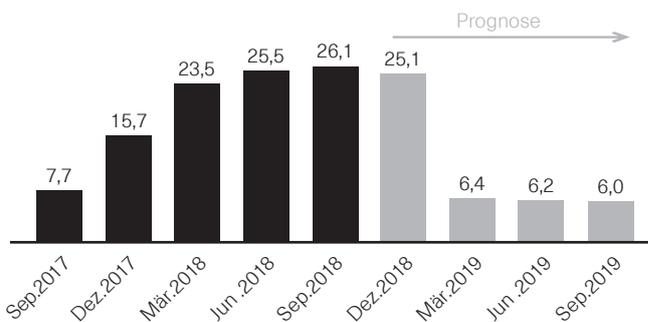
Aktien defensiver Sektoren wie Gesundheit, Versorger und Telekommunikation rentierten im November deutlich besser als der breite Markt. Demgegenüber litten Energieaktien unter dem starken Einbruch beim Ölpreis (Abb. 2). Von den USA wurden bezüglich der Iran-Sanktionen in grösserem Umfang Ausnahmegenehmigungen erteilt als erwartet. Angebotsseitig überraschend waren zudem auch der weitere Anstieg der US-Ölproduktion und der Lagerbestände sowie die Ausweitung der russischen Förderquote. Dagegen wird aufgrund verhaltener Konjunkturerwartungen mit einem niedrigeren Wachstum der Ölnachfrage gerechnet. Die erwartete Wachstumsabschwächung hinterliess auch im IT-Sektor ihre Spuren. Beispielsweise kam das Sektorschwergewicht Apple angesichts der Besorgnis über ein möglicherweise schwächeres Weihnachtsgeschäft mit einem Kursverlust von über 18 % unter Druck.

Anlagestrategie

Nachdem wir einen Monat zuvor Schweizer Aktien aufgestockt hatten, haben wir Mitte November die

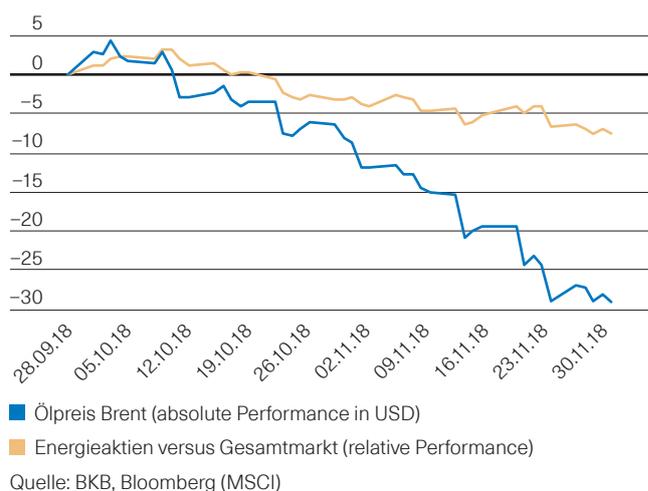
Gewinne mitgenommen. Wir haben Schweizer Aktien auf eine neutrale Quote reduziert und halten nun in unseren Mandaten ein leichtes Aktienuntergewicht. Damit tragen wir den weiterhin hohen politischen Risiken Rechnung. Neben Brexit, Italien und «America First» spielt neu auch die geschwächte Position des US-Präsidenten eine Rolle. Eine deutlich stärkere Untergewichtung erachten wir derzeit nicht als opportun. Wir gehen für 2019 zwar von einer Wachstumsverlangsamung aus, nicht aber von einer Rezession.

Abb. 1: Gewinnwachstum S&P 500 im Vergleich zum Vorjahr, in %



Quelle: BKB, Bloomberg

Abb. 2: Ölpreis und Energieaktien im November, in %



Quelle: BKB, Bloomberg (MSCI)

© 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.