

## Investment Letter 08/19

- Fed und EZB lösen einen globalen Zinszerfall aus
- Kommt die Rezession nun doch?
- Anlagestrategie: Weiterhin vorsichtig positioniert



### Fed und EZB lösen einen globalen Zinszerfall aus

Ende Juli haben die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank EZB ihre Zinsentscheide für den Dollar und den Euro mitgeteilt. Wie im Vorfeld von den meisten Marktteilnehmenden erwartet, hat das Fed die Zinsen gesenkt. Dabei war die Leitzinssenkung um ein Viertel Prozent konservativ. Einige Stimmen im Markt hatten sogar eine Senkung um ein halbes Prozent erwartet. Auch die laufende Verkürzung der Bilanz der US-Notenbank wurde, wie erwartet, etwas früher als vorgängig angekündigt gestoppt. Das Fed schliesst in den nächsten Monaten weitere Zinssenkungen nicht aus. Den steigenden konjunkturellen Risiken, die auch durch die US-Handelspolitik ausgelöst werden, soll präventiv mit einer Lockerung der Geldpolitik begegnet werden.

Auch die EZB hatte eine Woche vor dem Fed die Möglichkeit weiterer Zinssenkungen und einer Wiederaufnahme des Anleihe-Kaufprogramms in Aussicht gestellt. Nach dieser globalen Kehrtwende in der Geldpolitik ist somit der seit Ende 2016 unternommene Versuch, aus dem Tiefzinsregime auszubrechen, vorerst gescheitert. Wachstumsdynamik und Inflation sind zu schwach, als dass eine Normalisierung der Geldpolitik für Fed und EZB umsetzbar erscheint. Auch die Schweizer Nationalbank könnte die Negativzinsen weiter senken, wenn die Massnahmen der EZB den Euro deutlich unter die Marke von 1.10 EUR/CHF drücken sollten. Die Finanzmärkte haben mit erhöhter Volatilität auf die Zinsentscheide reagiert. Die durch die Zentralbanken geschaffene Unsicherheit bezüglich Zeitpunkt und Ausmass weiterer geldpolitischer Lockerungen haben zu Korrekturen an den Aktienmärkten und zu einem markanten globalen Zinsrückgang bei langlaufenden Staatsanleihen geführt. Beispielsweise für die Verfallsrendite von 10-jährigen Staatsanleihen ergibt sich folgendes Bild: Schweizer Staatsanleihen sind auf fast  $-1\%$  pro Jahr gefallen, deutsche Bundesanleihen sind bei ca.  $-0,5\%$  pro

Jahr und auch spanische Staatsanleihen liegen nur noch bei ca.  $+0,25\%$ . Bei US-Staatsanleihen hat sich der Zins seit Ende 2018 von ca.  $3,2\%$  auf nunmehr ca.  $1,7\%$  fast halbiert. Auch in Asien folgen verschiedene Zentralbanken den Signalen von Fed und EZB und haben ihre Zinsen gesenkt. Obwohl die Reaktion der Zinsmärkte gegenwärtig etwas übertrieben sein dürfte, muss man sich für die nächsten ein bis zwei Jahre wohl auf ein weiter anhaltendes Tiefzinsumfeld einstellen. Die Gefahr, dass neue Anlageblasen entstehen, einzelne Immobilienmärkte unkontrolliert boomen, bereits angeschlagene grosse Banken in prekäre Schieflage geraten und Staaten im Windschatten ultratiefer Zinsen ihre Verschuldung unvorsichtig weiter ausbauen, steigt aber mit der Fortdauer der Tiefzinspolitik.

### Kommt die Rezession nun doch?

Die Signale aus den Zinsmärkten könnten bereits als Vorboten einer sich anbahnenden Rezession gedeutet werden. Die Konjunkturindikatoren haben sich zwar nicht weiter breit abgeschwächt, aber Impulse für eine Erholung aus der aktuellen Flaute sind kaum zu erkennen. Die schlechten Nachrichten zur Entwicklung der Handelsbeziehungen zwischen China und den USA, der drohende harte Brexit, die Regierungskrise in Italien und die Unsicherheit über das künftige Wählerverhalten in Deutschland und Frankreich scheinen die Politik regelrecht erstarren zu lassen. Nach wie vor bleiben wir bei unserem Hauptszenario, dass eine Rezession unwahrscheinlich ist. Die Risiken sind jedoch gestiegen. Kommt die globale Rezession am Ende doch, muss sich die Politik in Europa und den USA wohl einige Vorwürfe gefallen lassen. Der durch die EZB oft wiederholte Appell an die Politik, dass tiefgreifende Strukturreformen in der Eurozone notwendig seien, um wieder auf den Wachstumspfad zu gelangen, verhallte wirkungslos. Auch der teilweise chronisch marode Bankensektor in der Eurozone wartet im Dornröschenschlaf auf eine Bereinigung. Aktuell notieren Bankaktien grosser europäischer (und schweizerischer) Institute wieder so beunruhigend tief wie zuletzt vor zehn Jahren nach erfolgter Rettung durch den Staat.

### Anlagestrategie: Weiterhin vorsichtig positioniert

In Anbetracht der erhöhten Unsicherheit über die künftige Geldpolitik und den konjunkturellen Trend bleiben wir bei Aktien untergewichtet. Die Korrekturen an den Aktienmärkten blieben bisher moderat. Bei allfälligen stärkeren Korrekturen würden wir eine Aufstockung unserer Aktienquote in Betracht ziehen. Die dafür notwendige Überschussliquidität haben wir in Reserve gestellt. Die Gewinne auf unseren taktischen Positionen in Gold, die wir 2018 aufgebaut hatten, haben wir im Laufe des Jahres und in den vergangenen Wochen teilweise realisiert.

# Globale Konjunktur

## USA: Konjunkturabschwächung im 2. Quartal

Nachdem das BIP der USA im 1. Quartal noch über 3 % zulegen konnte, hat sich der Zuwachs im 2. Quartal 2019 abgeschwächt. Das Plus betrug gut 2 %. Es lag damit dennoch über den Erwartungen von Marktteilnehmern und Ökonomen. Positiv zeigte sich der private Verbrauch. Dieser legte gemäss der vorläufigen Zahlen um mehr als 4 % zu, nach einem sehr schwachen Anstieg zu Beginn des Jahres. Wir gehen davon aus, dass die Konsumenten auch im laufenden Quartal die US-Konjunktur stützen werden. Gründe hierfür sind die weiter sehr gute Verfassung des US-Arbeitsmarkts (Abb. 1) und die wieder gestiegene Stimmung der Konsumenten. Diese bewegt sich nach wie vor auf einem historisch hohen Niveau. Eine Belastung ist dagegen die Handelspolitik von Donald Trump. Die erhobenen Zölle auf chinesische Produkte werden in erster Linie von der heimischen Wirtschaft und den Konsumenten getragen. Die angekündigte nochmalige Verschärfung per Anfang September im Handelsstreit verheisst nichts Gutes. Wir rechnen deshalb mit einer weiteren Abschwächung der Konjunkturdynamik.

## EU: Schlechte Stimmung in der Industrie hält an

Im Juli hielt die schlechte Stimmung unter den Unternehmen an. Die Einkaufsmanagerindizes der Industrie verharren teils deutlich im kontraktiven Bereich und deuten auf eine rezessive Konjunkturentwicklung hin. Grund zur Hoffnung gibt dagegen die Stimmung im Dienstleistungsbereich. Hier sind die Indikatoren nach wie vor expansiv. Positiv wirkt in diesem Zusammenhang sicherlich die gute Stimmung unter den Konsumenten (Abb. 2) und die erneut gesunkene Arbeitslosenquote. Generell gilt: Dienstleistungen «Hui», Industrie «Pfui». Letztere leidet unter dem globalen Handelskonflikt und den Unsicherheiten rund um den Brexit.

## Schweiz: Beschäftigung trotz schlechter Stimmung

Die Stimmung der Schweizer Industrie kann sich vom allgemeinen Trend nicht abkoppeln. Der Einkaufsmanagerindex gab nochmals nach. Er liegt auf dem tiefsten Stand seit Mitte 2009 (Abb. 3) und nur wenig über dem Niveau des vergleichbaren deutschen Index. Für einen Lichtblick sorgt dagegen der Subindex Beschäftigung. Dieser liegt über der kritischen 50-Punkte-Marke und verspricht weitere Einstellungen seitens der Unternehmen. Dies deckt sich auch mit dem Beschäftigungsbarometer des KOF. Die Mehrheit der inlandsorientierten Unternehmen plant demnach in den kommenden Monaten einen Aufbau der Beschäftigung.

Abb. 1: USA – Arbeitsmarkt

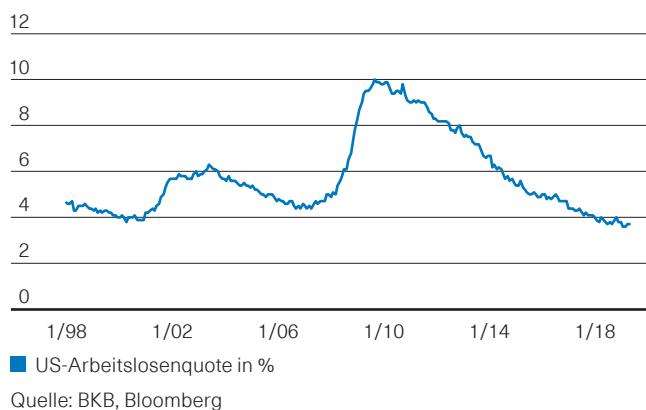


Abb. 2: Eurozone – Stimmungsindikatoren

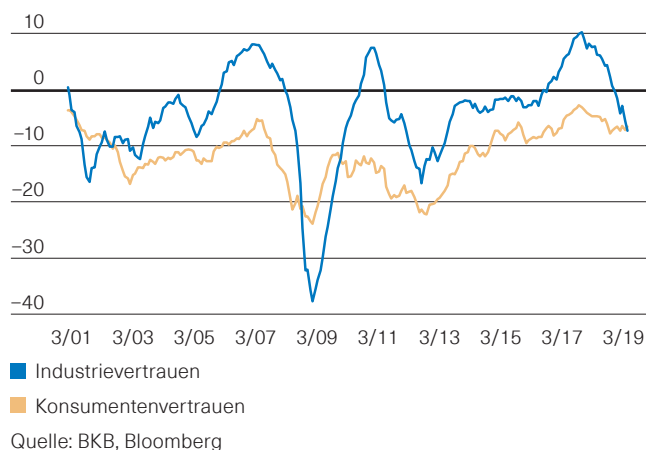
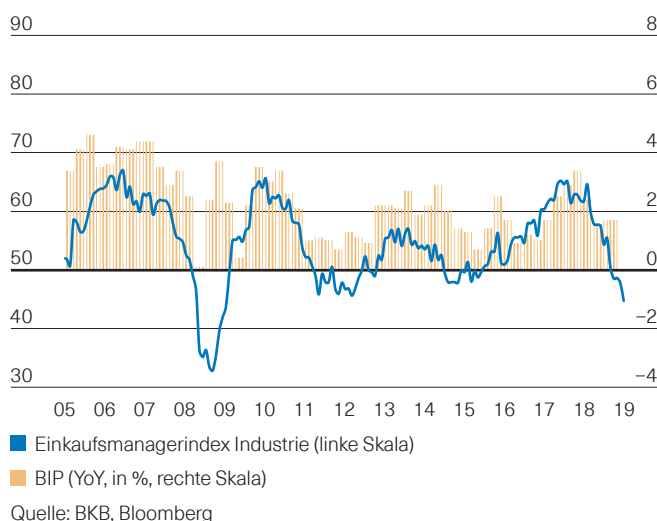


Abb. 3: Schweizer Frühindikator und BIP



# Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

## US-Notenbank kontra Donald Trump

Die US-Notenbank (Fed) hat wie erwartet den Leitzins Ende Juli um 25 Basispunkte gesenkt. Dies war die erste Zinssenkung seit dem Ende der Finanzkrise 2009. Damit kam sie zwar einer zentralen Forderung von US-Präsident Donald Trump nach, der Umfang der Zinssenkung sowie die Aussagen zur weiteren Ausrichtung der Geldpolitik haben Donald Trump jedoch allem Anschein nach enttäuscht. So hat die Fed es unterlassen, einen Automatismus für weitere Zinssenkungen in Aussicht zu stellen. Vielmehr bleibt sie dabei, ihre Geldpolitik falls nötig an die sich verändernden Gegebenheiten situativ anzupassen. Der Zinsschritt wurde denn auch weniger mit dem aktuellen Konjunkturausblick begründet, sondern vielmehr mit den Risiken rund um den Handelskonflikt zwischen den USA und China. Dies lässt den direkt im Anschluss von Donald Trump gefällten Entscheid, die Zölle auf chinesische Waren weiter auszudehnen, in einem sehr speziellen Licht erscheinen. Man könnte fast den Eindruck gewinnen, als ob er damit der unabhängigen US-Notenbank seinen Willen zu deutlich tieferen Zinsen aufzwingen möchte. Die Logik: Verschärft sich der Handelskonflikt, sind weitere Zinssenkungen nötig.

## EZB stellt weitere Lockerung der Geldpolitik in Aussicht

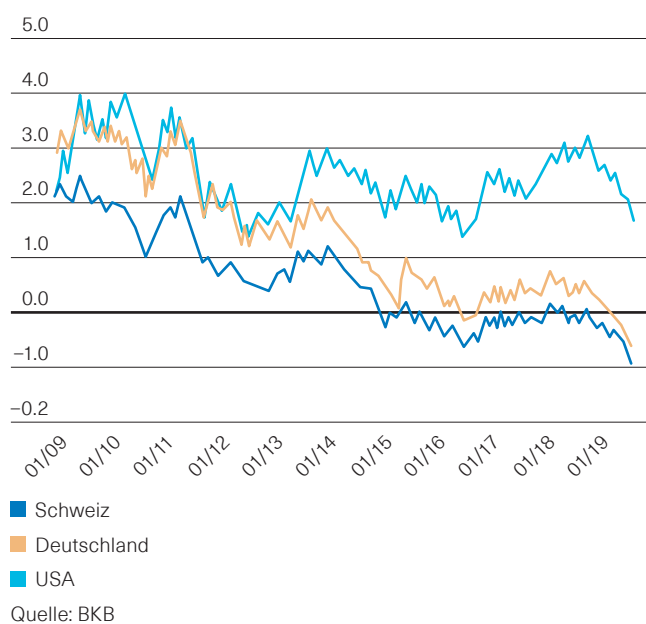
Auch die EZB ist den Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer gerecht geworden. An ihrer Sitzung vom 25. Juli hat sie zunächst alles beim Alten gelassen. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik bleibt somit auf der Agenda für die Sitzung im September. Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass EZB-Präsident Mario Draghi zum Abschied nochmals eine leichte Zinssenkung und/oder eine Wiederaufnahme der Anleihenkäufe bekannt geben wird. Die genaue Ausgestaltung der Massnahmen ist indes offen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) dürfte somit weiterhin an ihrer aktuellen Politik festhalten. Dabei hat sie wieder verstärkt den Euro-Franken-Kurs im Blick, der unter die Marke von 1.10 CHF je EUR gesunken ist. Es gibt Anzeichen dafür, dass sie sich mit Devisenmarktinterventionen gegen eine deutlichere Aufwertung des Frankens stemmt. Obligationen bleiben unattraktiv. Die Rendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen ist auf minus 0,9 % p.a. gesunken (Abb. 1). Kauft man eine solche Anleihe und hält sie bis zu ihrem Verfall, dann realisiert man einen Verlust von 9 %.

## Schweizer Immobilienmarkt

Die kotierten Schweizer Immobilienanlagen weisen seit Jahresanfang weiterhin eine sehr gute Wertentwicklung auf. Die Immobilienaktien haben im Vergleich zu den Fonds auch per Ende Juli die Nase vorne. Das Plus bei den Immobilienaktien beträgt per 31.07.2019 rund 17,5 %. Bei den Immobilienfonds beträgt das Plus hohe 15,5 %. Die Indizes haben im Juli neue Hochs erreicht. Die Turbulenzen an den Aktienmärkten Anfang August hatten kaum einen negativen Einfluss. Die Immobilienaktien gaben nur leicht nach. Die Agios bei den Fonds haben nochmals zugelegt. Die Kursaufschläge der Wohnimmobilienfonds bleiben über denen der kommerziellen Immobilienfonds.

Das Risiko einer Blasenbildung auf dem Schweizer Immobilienmarkt hat weiter abgenommen. Der UBS Swiss Real Estate Bubble Index ist erneut leicht gesunken. Der Markt für Schweizer Immobilienanlagen wird weiter durch die historisch tiefen Obligationenrenditen gestützt. Die relative Attraktivität von Immobilienanlagen im Vergleich zu Obligationen bleibt bestehen. Wir halten an unserer neutralen Gewichtung von 5 % im Segment der indirekten Immobilienanlagen fest.

Abb.1: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



# Aktienmarkt

## Globale Aktienmärkte im Juli weiterhin im Aufwind

Die Aktienmärkte der Industrieländer konnten im Juli ihren Aufwärtstrend nochmals fortsetzen. Der MSCI World Developed Markets Index erzielte eine Monatsperformance von +1,8 % in CHF, wozu der amerikanische Aktienmarkt mit +2,9 % in CHF wesentlich beitrug. Der Schweizer Aktienmarkt konnte um 0,8 % zulegen. Damit erzielte er eine Outperformance gegenüber den Aktienmärkten der Schwellenländer, die mit einer Monatsperformance von 0,1 % in CHF auf der Stelle traten. Auch die Aktien der Eurozone waren aus Sicht eines Schweizer Investors nicht gewinnbringend. Die EUR-Abwertung trug massgeblich zur negativen Monatsperformance von -0,8 % bei. Während im Juli noch die Aussicht auf die anstehenden Zinssenkungen die Aktienmärkte unterstützte, trübte sich die Stimmung Anfang August angesichts der Eskalation des US-chinesischen Handelskonflikts massiv ein. Die Aktienpreise gaben deutlich nach (Abb. 1). Auf globaler Sektorebene hatten im Juli Titel aus dem Technologie- und dem Kommunikationssektor die Nase vorne. Im Zuge des Markteinbruchs Anfang August waren dagegen die Verluste defensiver Titel aus den Bereichen Versorger, Immobilien und Gesundheit erwartungsgemäss am geringsten.

## Laufende Gewinnsaison mit positiven Überraschungen, aber insgesamt verhalten

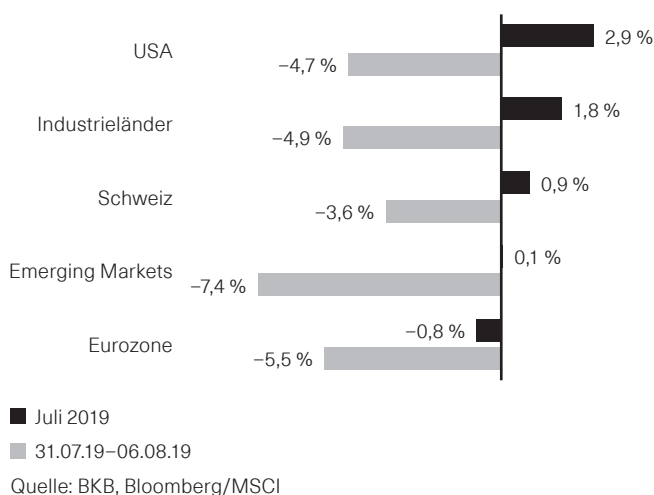
In der laufenden Berichtssaison für die Unternehmensergebnisse des zweiten Quartals zeichnet sich ab, dass die Gewinne der Unternehmen aus dem S&P 500 Index im Vergleich zum Vorjahresquartal leicht gewachsen sind. Insbesondere waren die Gewinneinbrüche bei Technologie- und Energieunternehmen weniger stark als befürchtet. Auch die amerikanischen Industrieunternehmen haben die Analysten positiv überrascht. Insgesamt bleibt das Gewinnwachstum aber sehr verhalten und entspricht der abnehmenden Dynamik im gesamtwirtschaftlichen Umfeld.

## Anlagestrategie

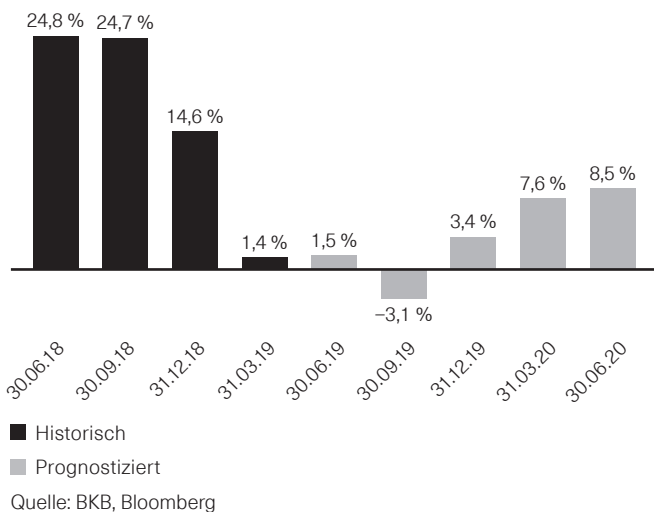
In der Erwartung, dass die bislang weitgehend verdrängten politischen Risiken stärker in den Fokus der Anleger geraten könnten, haben wir im Juli an unserem Untergewicht der Aktienquote festgehalten. Ferner spricht das wenig dynamische wirtschaftliche Umfeld gegenwärtig noch nicht für eine höhere Aktiengewichtung.

**Abb. 1: Regionale Aktienperformance Juli und Anfang August 2019**

Net Total Return Indizes in CHF



**Abb. 2: Gewinnwachstum S&P 500 im Vergleich zum Vorjahresquartal**



© 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.