



Alfred Ritter
Chief Investment Officer
Leiter CCAM
Basler Kantonalbank
Bank Coop

- Europa muss zur Banken- und Fiskalunion finden – die Zeit drängt.
- Japans Börsen im Boom.
- Politik in der grössten Bewährungsprobe.
- Aktien noch nicht überbewertet – die Fahnenstange wurde verlängert.

Fakten in Kürze

- USA: Die Beschäftigungsquote ist nach wie vor rückläufig. Viele Bürger geben die Suche nach Arbeit endgültig auf und fallen damit aus der Statistik. Die Arbeitslosenrate fällt damit weiter. Fällt sie entscheidend unter 7%, so stehen leichte Zinserhöhungen an. Dies gilt es zu beobachten.
- Japan: will innert 24 Monaten die Bilanz der Bank of Japan verdoppeln. Käufe von lang laufenden Anleihen und weiteren Vermögenswerten wie z. B. Immobilienfonds stehen auf der Einkaufsliste.
- China: Der Kreditsektor birgt Gefahren. Die Staatsverschuldung hat sich zwischen 2007 und 2011 verdreifacht und lag bei ca. 90%, wie eine Analyse von E. Chancellor aufzeigt. Offizielle Zahlen wiesen nur etwa 30–40% Schuldenquote auf. Das Schattenbanksystem ist in letzter Zeit stark gewachsen. Die staatliche Kontrolle funktioniert damit nicht mehr wie gewünscht. Neue Restriktionen im Bereich der Vermögensverwaltung bremsen nun den Anstieg des Kreditvolumens.

Entscheidend ist der Sparwille – am Beispiel Japan

Gemäss dem Rating-System des «Basel Institute of Commons and Economics» erreicht Japan die Top-Note AAA. Alexander Dill vom Institut ist überzeugt, dass eben die weichen Faktoren viel mehr zählen. Vertrauen ist das Kernthema. Die Japaner zeichnen sich durch eine grosse Leidensfähigkeit aus. Die grossen Belastungen durch die Natur- und Atomkatastrophe und eine mehr als 20 Jahre andauernde Baisse an den Aktienmärkten wurden weggesteckt. Die Bevölkerung war bereit, Wohlstands-, Einkommens- und Vermögensseinbussen zu akzeptieren. Ohne grosse soziale Unruhen. Die Japaner hatten ungebrochenes Vertrauen in die staatliche Altersvorsorge. Seit die Rating-Agentur Fitch am 22.5.12 das Japan-Rating auf A+ runtergestuft hat, hat der japanische Aktienindex Nikkei nach einer Seitwärtsbewegung bis November 2012 bis heute um 60% zugelegt. Vertrauen ist ALLES. Europa darf im Bestreben, das Vertrauen wieder herzustellen, nicht nachlassen.

Keynes oder F. A. von Hayek?

Wenn man die Ursachen für systematische Fehler in der Analyse der Finanzmärkte sucht, stösst man auf zwei bekannte Ökonomen und deren Kernaussagen: Keynes sagte, dass die Güternachfrage das Niveau von Produktion und Beschäftigung bestimme, v. Hayek war damit nicht einverstanden. Ein Kernsatz v. Hayeks ist, dass wir niemals Inflation verhindern können, solange wir den Regierungen nicht das Monopol der Geldausgabe wegnehmen. Zwei sich ergänzende Ursachen sehen wir hier: Erstens sorgt die allzu menschliche Interessenlage der Akteure – insbesondere das Karriererisiko – dafür, dass tendenziell «bullische» Prognosen erstellt werden. Anstrengungen, ökonomische Wendepunkte und Rezessionen vorherzusagen, werden selten unternommen. Zweitens führt die Art der Modelle und Theorien, die von der Mehrheit moderner Ökonomen verwendet werden, zwangsläufig zu einer fehlerhaften Lageeinschätzung. Die massiven, als Rettungspakete und Konjunkturprogramme bezeichneten Staatsinterventionen zeigten Wirkung, haben aber auch Nebenwirkungen. Marktwirtschaftliche Prozesse wurden teilweise ausser Kraft gesetzt. Das hat unsere Arbeit erschwert. Wir halten uns an den gesunden Menschenverstand, auch wenn zurzeit Keynes Theorie im Aufwind ist. Das Ende der Fahnenstange wurde verlängert und steht damit für weiteres leichtes Wachstum.

Anlagestrategie

Wir behalten deshalb bei Aktienanlagen ein leichtes Übergewicht zur Benchmark. Mehr dazu auf Seite 4.



Globale Konjunktur

USA: Stimmung in der Industrie etwas eingetrübt

Die US-Wirtschaft verzeichnet weiterhin nur ein schwaches Wachstum. Vor allem der Arbeitsmarkt kommt nicht vom Fleck. Die jüngsten Zahlen haben trotz eines leichten Rückgangs bei der Arbeitslosenquote enttäuscht. Speziell die Zahl der neugeschaffenen Stellen lag deutlich unter den Prognosen der Ökonomen. Entsprechend hat sich die Beschäftigungsquote nicht verbessert. Der Einkaufsmanagerindex der Industrie liegt nur noch knapp über der 50-Punkte-Marke (Abb. 1). Im März trübte sich auch die Stimmung der Konsumenten ein. Die Zwangskürzungen im Haushalt scheinen demnach bereits erste Wirkungen zu zeigen. Weitere Kürzungen sind vorerst nicht zu erwarten. Die Finanzierung des Staatshaushaltes scheint bis Ende September gesichert. Entsprechend bleiben die Ökonomen für die grösste Volkswirtschaft der Welt auch weiterhin verhalten optimistisch. Ein Rückfall in die Rezession ist nach allen bisher vorliegenden Informationen nicht zu erwarten. Für 2014 wird sogar mit einem Wachstum von 2,7% gerechnet. Das wäre mehr als im Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre.

EU: Negative Wachstumsraten 2013

In Europa ist die Diskrepanz zwischen der Entwicklung am Aktienmarkt (steigende Aktienkurse) und der wirtschaftlichen Entwicklung (sinkende Frühindikatoren) anhaltend gross. Weder die Lage in Zypern (Zwangsabgabe auf Bankguthaben) noch die Lage in Italien (keine funktionstüchtige Regierung) konnten die Anleger beruhigen. Dagegen zeigen sich die Auswirkungen auf die Realwirtschaft sehr deutlich. Die Industrieproduktion ist in verschiedenen Ländern (v. a. Südeuropa) weiter gesunken. Aber auch in Deutschland kommt sie momentan nicht richtig auf Touren (Abb. 2). Die Arbeitslosenquote erreicht in der Euro-Zone mit 12% einen neuen Rekordwert. Die Kreditvergabe der Banken an Nicht-Finanzunternehmen gibt weiter nach.

Schweiz: Frühindikatoren geben nach

Die Euro-Krise bleibt auch bei Schweizer Unternehmen das zentrale Thema. Dies zeigte sich zuletzt auch in der Entwicklung des Schweizer Einkaufsmanagerindex. Dieser sank im März erstmals seit Dezember wieder unter die Marke von 50 Punkten. Der Wert deutet auf eine Kontraktion im verarbeitenden Gewerbe hin. Auch der KOF Frühindikator ist gesunken und liegt nun bei nur noch 0.99 Punkten. Wir rechnen weiter mit einem Wachstum der Schweizer Wirtschaft von rund 1% im Jahr 2013 (Abb. 3).

Abb. 1: US-Einkaufsmanagerindizes

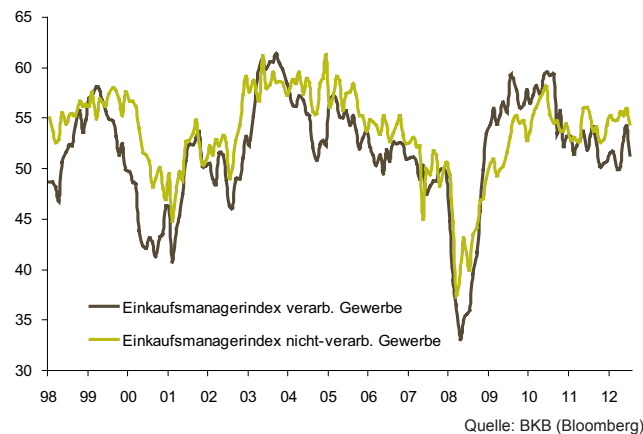


Abb. 2: Industrieproduktion in der EU

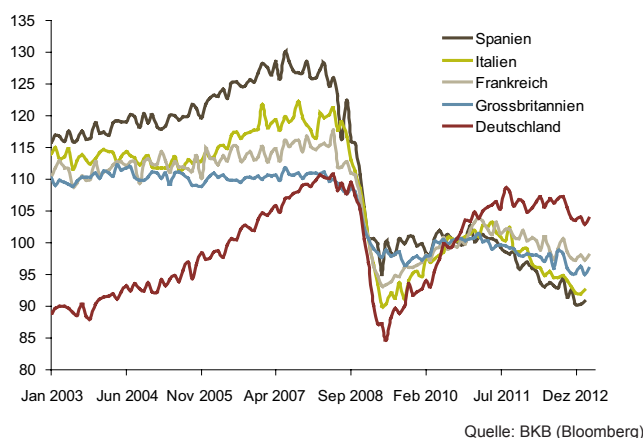
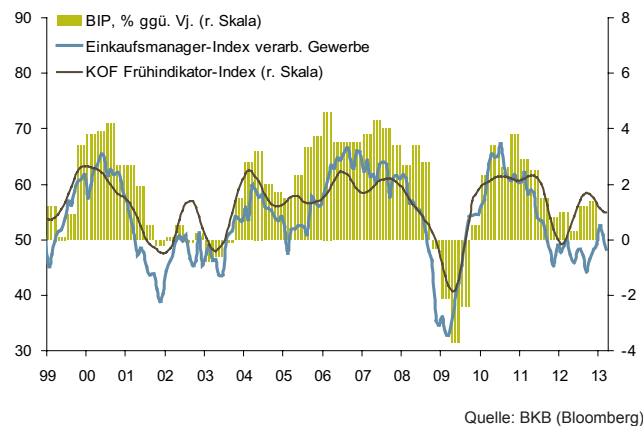


Abb. 3: Schweizer Frühindikator und BIP



Zinsen und Währungen

Zypern und Italien verunsichern nur kurz

Zypern sorgte im März für Unsicherheit an den Märkten. Das Land ist auf Finanzhilfen angewiesen, nachdem sich die beiden grössten Banken mit griechischen Staatsanleihen verspekuliert hatten. Die Forderungen von EU und IWF für Hilfgelder waren hart. Die Regierung konnte sich erst spät dazu überwinden, diesen Forderungen zuzustimmen. Gleichzeitig sorgte dann die Verwirrung um die Zwangsabgabe bei Spareinlagen zyprischer Banken für Verunsicherung. Widersprüchliche Aussagen verschiedenster Politiker verwirrten die Anleger. So werteten die einen Zypern als Einzelfall, während andere die Zypern-Lösung als Blaupause für weitere Krisenstaaten sahen. Auch zum heutigen Zeitpunkt ist nicht gesichert, was nun gelten soll. Seit Anfang April zeigen sich die Anleger aber unbeeindruckt. Man spricht allgemein vom «Gewöhnungseffekt». Nur so lässt sich zum Beispiel auch erklären, dass man sich keine Sorgen mehr um Frankreich macht.

Frankreich: Vom Krisenfall zum «sicheren Hafen»

Im vergangenen Jahr machten sich die Anleger Sorgen um Frankreich. In der Tat kämpft auch dieses Land mit einem Schuldenproblem. So dürfte das Haushaltsdefizit im laufenden Jahr deutlich über der Marke von 3% des BIPs zu liegen kommen. Derweil schwächt sich das Wirtschaftswachstum in Frankreich weiter ab. Innerhalb weniger Wochen wurden die Wachstumsprognosen deutlich zusammengestrichen. Aktuell geht man in Frankreich von einer Stagnation für 2013 aus. Dies führte in den vergangenen Wochen zu einem deutlichen Druck auf die Renditen französischer Staatsanleihen. Sie sanken wie auch die Renditen der als sicher geltenden Häfen Deutschland, Schweiz und USA (Abb. 1). Die Rendite der französischen Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 10 Jahren erreichte in der Osterwoche gar ein Rekordtief von 1,75%. Die Renditedifferenz zu den US-Staatsanleihen gleicher Laufzeit ist nun nahezu verschwunden.

USA und Frankreich gleich gut?

Dass die Renditedifferenz zwischen den Staatsanleihen von Frankreich zu denjenigen der USA verschwunden ist, sollte eigentlich nicht verwundern. Die Bonität beider Staaten wird von der Ratingagentur S&P mit AA+ eingestuft. Allerdings dauerte es lange, bis sich die Spreads anpassten. Wie Abb. 2 zeigt, stieg die Renditedifferenz zwischen der US-Staatsanleihe zu derjenigen von Deutschland (Rating AAA) erst im Herbst 2012 an. Also erst ein Jahr, nachdem die Ratingagentur das Rating für die USA von AAA auf AA+ gesenkt hatte. Erst die Haushaltskrise (Stichworte: Fiskalklippe, automatische Kürzungen im Haushalt) sorgte für die Korrektur. Dage-

gen hatte sich die Renditedifferenz zwischen Frankreich und Deutschland bereits vor der Rückstufung Frankreichs im Januar 2012 vergrößert. Diese Differenz sank im Sommer unter die Marke von 1%. Auslöser war die Äusserung des EZB-Chefs Mario Draghi, «alles zu tun, um den Euro zu retten». Auch wenn die Fiskalprobleme beider Staaten nicht identisch sind, so ist doch die Renditedifferenz zu deutschen Staatsanleihen durchaus gerechtfertigt.

Abb. 1: 10-jährige Staatsanleihen

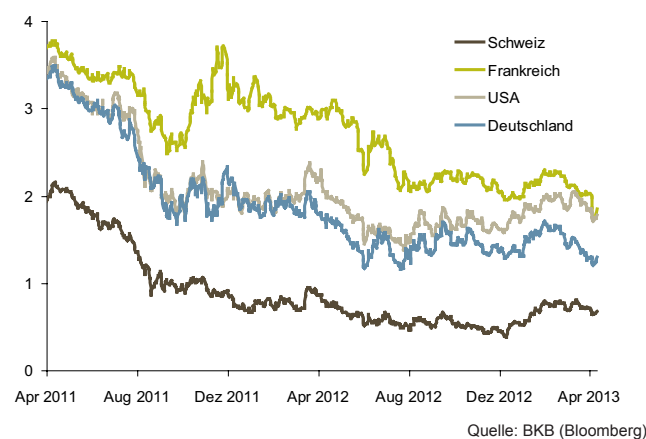


Abb. 2: Renditedifferenz zu deutschen Staatsanleihen



Aktienmarkt

Höhenflug des Schweizer Aktienmarktes ungebremst

Im Gleichschritt mit den globalen Aktienmärkten legte auch der Swiss Performance Index (SPI) im März weiter zu. Die jüngsten Ereignisse auf Zypern und die Schwierigkeiten bei der Regierungsbildung in Italien haben einmal mehr gezeigt, dass die Euro-Krise noch längst nicht ausgestanden ist. Die politischen Ereignisse in Europa werden das konjunkturelle Umfeld auf unserem Kontinent weiter beeinträchtigen. Bereits jetzt haben sich die konjunkturellen Vorlaufindikatoren und harte realwirtschaftliche Daten, beispielsweise die Industrieaufträge in Italien, verschlechtert. Hingegen legt die US-Konjunktur per Saldo weiter zu und die Hoffnung auf geldpolitische Lockerungen der Bank of Japan hat die Aktienmärkte weltweit zusätzlich gestützt.

Mittelfristig weiter freundlich

Der SMI legte im März um 2,9% zu und stieg damit den siebten Monat in Folge. Das Plus seit Jahresbeginn beträgt damit bereits beträchtliche 15%. Der mittelfristige Aufwärtstrend wurde bestätigt. So notiert der Index deutlich oberhalb der gleitenden Durchschnittslinie (200 Tageslinie), die ihrerseits einen positiven Anstieg aufweist. Allerdings zeigen die mittelfristigen Momentumindikatoren auf Basis Wochenchart nach wie vor eine überkaufte Situation. Wir rechnen mittelfristig mit einem weiter steigenden Kursverlauf. Erst ein Fall unter die Unterstützung bei 6800 Punkten würde den mittelfristig positiven Ausblick trüben. Nach Überwindung eines Widerstandes bei 8150 und eines weiteren bei 8300 Punkten sollte der Weg bis auf 8600 Punkte frei sein.

Gewinnsaison 2012

Die Berichtssaison 2012 wurde im März grösstenteils abgeschlossen. Im April werden lediglich einige kleinere Gesellschaften rapportieren. Diese dürften die Resultate des Gesamtmarktes für das abgelaufene Jahr nur noch marginal beeinflussen. Gegenüber dem Vormonat sind sowohl die Gewinne 2012 als auch die Erwartungen für die Jahre 2013 und 2014 etwas besser.

Aktienstrategie

Die Anlagekommission der Basler Kantonalbank ist für die Aktienmärkte weiter optimistisch gestimmt und hat darum an ihrer Sitzung vom 11. April entschieden, die Aktienquote weiter mit einem leichten Übergewicht zur Benchmark zu fahren.

Abb. 1: Aktienmärkte per 31. März 2013

Region	Indexstand	Februar	2013	2012
Schweiz (SMI)	7'814	2.90%	14.53%	14.93%
Europa (STOXX Europe 600)	294	1.32%	5.04%	14.37%
Deutschland (DAX)	7'795	0.69%	2.40%	29.06%
England (FTSE 100)	6'412	0.80%	8.71%	5.84%
Frankreich (CAC 40)	3'731	0.23%	2.48%	15.23%
USA (S&P 500)	1'569	3.60%	10.03%	13.41%
USA (NASDAQ)	3'268	3.40%	8.21%	15.91%
Japan (NIKKEI225)	12'398	7.25%	19.27%	22.94%
Russland (RTSI)	1'460	-4.85%	-4.38%	10.50%
China (SHANGHAI)	2'237	-5.45%	-1.43%	3.17%
Indien (SENSEX)	18'836	-0.14%	-3.04%	25.70%
Welt (MSCI World)	1'435	2.09%	7.17%	13.18%
Schwellenländer (MSCI EMMA)	1'035	-1.87%	-1.92%	15.15%

Quelle: BKB (Bloomberg)

Kursentwicklung in Lokalwährung

Abb. 2: Aktienmärkte im Überblick



Quelle: BKB (Bloomberg)

