

Investment Letter 08/18

- Trumps Handelsstreit mit China schwelt weiter
- Weltwirtschaft im Wachstumsschub
- Aktienmärkte: Erholung im Juli, hält der positive Trend an?



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer
Basler Kantonalbank

Trumps Handelsstreit mit China schwelt weiter

In unserer letzten Ausgabe (BKB Investment Letter 07/18) hatten wir plausible Eskalationsszenarien des US-Handelsstreits mit China ausführlich beschrieben. Auch Anfang August bleibt weiterhin unklar, ob Donald Trump seiner scharfen Rhetorik gegenüber China schliesslich Taten in Gestalt von substanziellen neuen Handelszöllen folgen lassen wird.

Wer sich mit der chinesischen Geschichte im 19. Jahrhundert auseinandersetzt, insbesondere mit den Ursachen und Folgen der sog. Opiumkriege zwischen China und den Briten, kommt eher zum Schluss, dass China dieses Mal kaum einknicken wird. Wir erwarten, dass neue US-Handelszölle auf chinesischer Seite symmetrisch vergolten werden. Grossbritannien hatte im 19. Jahrhundert, wie die USA heute, ein bedeutendes Handelsbilanzdefizit zu China. Den Briten, finanziell geschwächt durch die Kriege gegen Napoleon, drohte Silber als Zahlungsmittel für die Importe begehrter Waren aus China auszugehen (Tee, Porzellan). Umgekehrt hatte China wenig Interesse an den aus seiner Sicht unnützen und minderwertigen Produkten aus Europa. Dann sollte Opium aus britischen Kolonien als alternatives Zahlungsmittel gegenüber China das britische Silber ersetzen und somit den Handel wieder ausgleichen. Dass China den Import der Droge Opium mit seinen fatalen sozialen Folgen verständlicherweise nicht akzeptieren wollte, führte zu einer militärischen Eskalation. Die militärische Überlegenheit der Briten zwang China zur Duldung des für die Briten sehr lukrativen Opiumhandels. Auch die menschenleere Felseninsel Hongkong musste China den Briten 1843 als britischer Handelsbrückenkopf und Kronkolonie überlassen.

Wie so oft wird die Geschichte auch hier von den Gewinnern geschrieben und gedeutet. Aber gerade deswegen sollte man die Bedeutung dieser Erfahrung Chinas im

Handel mit dem Westen nicht unterschätzen. Verhandlungen und sinnvolle gegenseitige Konzessionen wären natürlich für beide Seiten der bessere Weg. Immerhin ist es EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker gelungen, in seinem Treffen mit Trump am 25. Juli einen grundsätzlichen «Deal» mit Trump zu schmieden, der eine Eskalation vorerst vermeidet. Das ist sicher zu begrüßen, aber wie Trumps «Deal» mit Nordkorea ist die US-EU-Handelsvereinbarung derart inhaltsleer und unverbindlich, dass Trump, wäre er nicht Trump, diese wohl als «Fake-Deals» bezeichnen würde. Zusammenfassend ist auch Anfang August der Ausgang des Handelsstreits weiterhin offen. Wir rechnen mit einer Ausweitung der Handelszölle zwischen China und den USA, jedoch in einem Ausmass, welches das globale Wirtschaftswachstum nicht signifikant beeinträchtigen wird.

Weltwirtschaft im Wachstumsschub

Das weltweite Wachstum der realen Wirtschaftsleistung beträgt aktuell ca. 4 %. Damit hat sich das Wachstumstempo gegenüber 2016 verdoppelt. Die Eurozone wächst aktuell mit 2 %, die USA gar mit 4 %. Allerdings ist der US-Wachstumsschub im 2. Quartal durch die einmaligen und wenig nachhaltigen Effekte der Steuersenkungen erzeugt. Auch für Chinas Wirtschaftsindikatoren sind bisher keine negativen Folgen des Handelsstreits und der bereits eingeführten neuen Zölle zu erkennen. Auch wenn man die offiziellen chinesischen Wachstumszahlen etwas nach unten korrigiert, ergibt sich aktuell ein robustes Wachstum von etwa 5 %.

Der Zenit in der Anzahl positiver Wachstumsmeldungen aus der Wirtschaft dürfte aber überschritten sein. Wir rechnen in den kommenden Quartalen mit einer moderaten Verlangsamung der Konjunktur. Ernst zu nehmende Signale einer bald bevorstehenden Rezession sind aber nicht zu erkennen.

Aktienmärkte: Hält der positive Trend an?

Der Schweizer Aktienmarkt legte im Juli um etwa 6 % zu und gehörte damit zu den weltweiten Gewinnern. Für den Schweizer Aktienindex SMI halten wir bis Ende Jahr einen Anstieg auf etwa 9500 Punkte für realistisch. Vor allem die weltweit insgesamt sehr guten Unternehmensabschlüsse für das zweite Quartal sorgten für Kursgewinne an den Aktienmärkten. Auch wenn sich diese Entwicklung etwas verlangsamen wird, bleiben wir für das zweite Halbjahr zuversichtlich. Die Kursgewinne bei den Aktien im Juli realisieren wir noch nicht. Der prozentuale Anteil von Aktien in unseren Anlagestrategien liegt gegenwärtig genau beim strategischen Referenzwert, oder kurz gefasst: «Aktien taktisch auf neutral».

Globale Konjunktur

USA: Konsumenten treiben Wachstum

Gemäss der ersten Schätzung hat das US-BIP im 2. Quartal 2018 um über 4 % zugelegt. Das ist fast doppelt so hoch wie der Anstieg im 1. Quartal 2018. Den zentralen Unterschied macht der Konsum der privaten Haushalte. Dieser legte von April bis Juni um 4 % zu, nach gerade einmal 0,5 % in den ersten drei Monaten des Jahres. Der deutliche Anstieg ist nicht wirklich überraschend. Die Prognostiker hatten damit gerechnet. Einen positiven Einfluss hatte die sehr gute Lage auf dem Arbeitsmarkt (Abb. 1) – die Arbeitslosenquote ist im 2. Quartal kurzzeitig auf 3,8 % gesunken. Zum anderen entfaltet die US-Steuerreform in diesem Jahr eine prozyklische Wirkung. Ob der deutliche Anstieg eine Eintagsfliege ist, muss sich noch weisen. Der positive Effekt der Steuerreform wirkt als Einmaleffekt auf das Wachstum und wird sich so 2019 nicht wiederholen. Dennoch, die Zahlen für 2018 sind positiv, das BIP dürfte insgesamt um mehr als 2,5 % steigen.

EU: Stimmungsindikatoren – Gute Konjunktur

Obwohl die Stimmungsindikatoren jüngst geringfügig gesunken sind, stehen die Signale für die Konjunktur in der Eurozone auf Grün. Die Niveaus der Indikatoren versprechen einen Anstieg des BIP von gut 2 %. Erfreulich ist die Tatsache, dass die Stimmung der Konsumenten weiterhin konstant auf hohem Niveau liegt. Am Arbeitsmarkt geht es weiterhin bergauf (Abb. 2). Die Arbeitslosenquote für die gesamte Eurozone beträgt aktuell noch 8,3 %, nach dem Hoch von 12,1 % im Jahr 2013. In Deutschland herrscht gar Vollbeschäftigung. Es geht in der Bundesrepublik nicht mehr in erster Linie um die Schaffung neuer Arbeitsplätze. Ziel ist vielmehr zunehmend die Bekämpfung des Fachkräftemangels. Dieser stellt gerade für die grösste Volkswirtschaft Europas zunehmend eine Bürde für das Wachstum dar.

Schweiz: Konsumentenstimmung gibt nach

Die Schweizer Konsumentenstimmung ist überraschend deutlich gesunken (Abb. 3). Überraschend deshalb, weil die Arbeitslosenquote (s.a.) aktuell auf dem tiefsten Stand seit Oktober 2008 liegt. Als Grund für den Stimmungsrückgang führt das SECO die weltweit gestiegenen konjunkturellen Risiken an. Der Handelsstreit der USA mit dem Rest der Welt sorgt für eine entsprechende Verunsicherung. Die Konsumenten erwarten, dass sich ihre Kaufkraft nur verhalten entwickeln wird. Dem entgegen steht die Stimmung bei den Unternehmen. Diese ist weiterhin sehr positiv. Der Einkaufsmanagerindex der Industrie ist deutlich expansiv.

Abb. 1: USA – Beschäftigung und offene Stellen



■ Beschäftigte in Vollzeitstellen (in Tausend, I. S.)

■ Offene Stellen (in Tausend, r. S.)

Quelle: BKB (Bloomberg)

Abb. 2: Eurozone – ausgewählte Arbeitslosenquoten

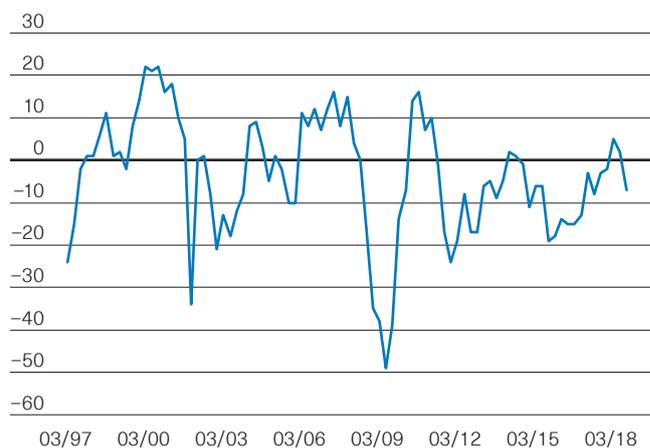


■ Eurozone ■ Deutschland ■ Spanien

■ Frankreich ■ Italien

Quelle: BKB (Bloomberg)

Abb. 3: Schweizer Konsumentenstimmung



■ Konsumentenstimmung

Quelle: BKB (Bloomberg)

Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

Sommerflaute bei den Zinsen

Überraschungen? Fehlanzeige! Die Notenbanken dies- und jenseits des Atlantiks halten an ihrer eingeschlagenen Geldpolitik fest. Europäische Zentralbank (EZB) und Schweizer Nationalbank (SNB) bleiben ihrer expansiven Politik treu. Euro- und Franken-Zinsen verharren auf tiefem Niveau. In den USA schreitet dagegen die Notenbank auf dem eingeschlagenen Normalisierungspfad voran. Es wird erwartet, dass die US-Fed ihre Leitzinsen in diesem Jahr noch zweimal erhöht.

Auf die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen hat dies bislang kaum Auswirkungen. Sie lagen Ende Juli unter der Marke von 3 %. Dies ist auch deshalb überraschend, weil die US-Notenbank ihre Bilanzsumme weiter reduziert (Abb. 1). Sie hat in den vergangenen Monaten weniger US-Staatsanleihen nachgefragt. Eine geringere Nachfrage würde aber normalerweise sinkende Kurse und steigende Renditen nach sich ziehen. Dies ist aktuell nicht der Fall.

Im Fall weiter steigender kurzfristiger US-Zinsen besteht zunehmend das Risiko einer inversen Zinsstrukturkurve. Das heisst, die Renditen 2-jähriger Staatsanleihen steigen über das Niveau der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen. In der Vergangenheit war dies ein zuverlässiger Indikator für den zeitverzögerten Eintritt einer Rezession. Die Forward-Zinsen haben die Inversion der Zinsstrukturkurve aktuell frühesten für Mitte 2019 eingepreist.

Ausblick

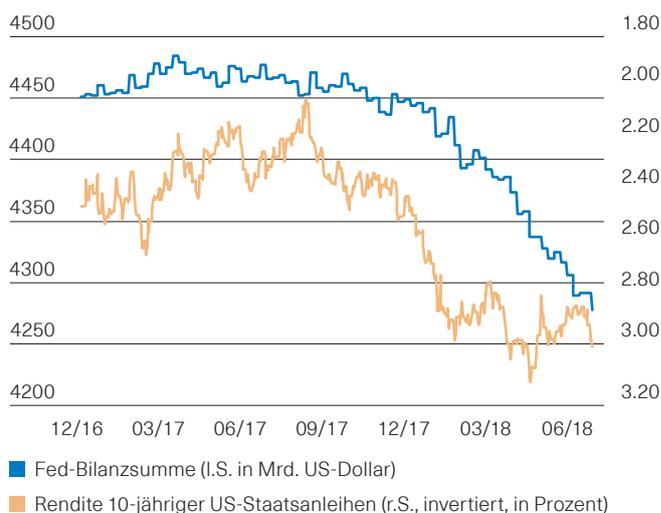
Auch wenn die Forward-Zinsen die Inversion der US-Zinsstrukturkurve für 2019 einpreisen – ist dies kein Prognoseinstrument. Forward-Zinsen erfahren jeden Tag Veränderungen. Es ist alles andere als sicher, dass die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen auf dem aktuellen Niveau verharren. Wir gehen vielmehr davon aus, dass die Zinswende weitergeht. Hält die US-Notenbank am eingeschlagenen Kurs der Reduktion ihrer Bilanzsumme fest, dann dürften die Renditen der länger laufenden Anleihen alleine aus strukturellen Gründen steigen – mit entsprechenden Auswirkungen auch für die Zinsen in der Eurozone und der Schweiz. Bis Ende 2019 erachten wir deshalb ein um 0,5 % bis 1,0 % höheres Renditeniveau bei 10-jährigen Staatsanleihen für wahrscheinlich.

Schweizer Immobilienmarkt

Im Monat Juli konnten die Immobilienfonds im Vergleich zu den Immobilienaktien etwas Boden gutmachen. So legte der Immobilienfondsindex (SWIIT) etwas stärker als der Immobilienaktienindex (REAL) zu. Seit Jahresanfang haben die Immobilienaktien noch immer die Nase vorne – und zwar um mehr als 4 %. Damit konnte man in diesem Jahr mit Immobilienaktien bislang eine leicht positive Performance von rund 3 % erzielen. Mit Immobilienfonds liegt man dagegen durchschnittlich noch mit etwas mehr als 1 % im Minus. Als positiv ist zu vermelden, dass sich die Agios bei den Immobilienfonds in den letzten Monaten zurückgebildet haben. Per Ende Juni lagen diese durchschnittlich unter 20 %. Dabei besteht ein deutlicher Unterschied zwischen den Fonds mit kommerziellen Liegenschaften und jenen mit Wohnliegenschaften. Die Fonds mit Wohnimmobilien sind deutlich teurer als jene, die in kommerzielle Immobilien investieren. Das Umfeld bleibt herausfordernd. Positiv wirken die tiefen Zinsen und die gute Konjunktur. Negativ ist dagegen die schwächere Immigration und die noch immer hohe Bautätigkeit.

Wir bleiben im Segment der indirekten Immobilienanlagen mit einer Quote von rund 5 % neutral gewichtet. Für das Festhalten an dieser Quote spricht die Ausschüttungsrendite. Diese liegt aktuell leicht unter 3 %.

Abb.1: US-Zinsen und Fed-Bilanzsumme



Aktienmarkt

Positive Aktienperformance im Juli

An den globalen Aktienmärkten ging es im Juli überwiegend aufwärts. Besonders erfreulich war die Performance von Schweizer Aktien, die im Monatsverlauf gemäss MSCI um 6,2 % stiegen und nun auch im Vergleich zum Jahresbeginn wieder im Plus liegen. Die Aktien der Schwellenländer hatten mit +1,9 % in CHF nach den Verlusten im Mai und Juni wieder ein positives Monatsergebnis. Allerdings hinkten sie u.a. wegen der weiterhin schwachen Performance chinesischer Aktien, die unter der Fortsetzung der US-Handelsstreits litten, den Aktienmärkten der Industrieländer hinterher. Diese stiegen im Juli um +2,9 % in CHF (Abb. 1).

Steigerung der Unternehmensergebnisse auch im 2. Quartal

Die im Juli begonnene Berichtssaison für die Unternehmensergebnisse des 2. Quartals wartete mit positiven Überraschungen auf. Bis Anfang August hatten über zwei Drittel der Unternehmen aus dem amerikanischen S&P 500 Index berichtet, dass sie ihre Gewinne im Vergleich zum Vorjahresquartal um durchschnittlich ca. 24 % steigern konnten. 85 % dieser Unternehmen konnten die Analystenschätzungen übertreffen.

Stärkste Monatsperformance im Gesundheitssektor

Die stärkste Performance im globalen Sektorvergleich wies der Gesundheitsbereich auf. Auch die Schweizer Index-Schwergewichte Novartis und Roche konnten die Erwartungen der Analysten übertreffen und Kurssteigerungen von über 10 % verbuchen. Dagegen hat die Outperformance-Rallye der Technologietitel in der zweiten Monatshälfte einen Einbruch erlitten (Abb. 2). Im Fokus standen hier insbesondere die Social-Media-Unternehmen Facebook und Twitter, deren Bemühungen um eine bessere Kontrolle ihrer Nutzer den Ausblick trüben.

Anlagestrategie

An unserer Positionierung haben wir keine Änderungen vorgenommen. Aufgrund der politischen Risiken – US-Handelsstreit, Spannungen in der deutschen Regierungskoalition, Regierungskrise in Grossbritannien und Lins-Rechts-Regierung in Italien – sind wir bei unserer Aktienquote de facto neutral positioniert.

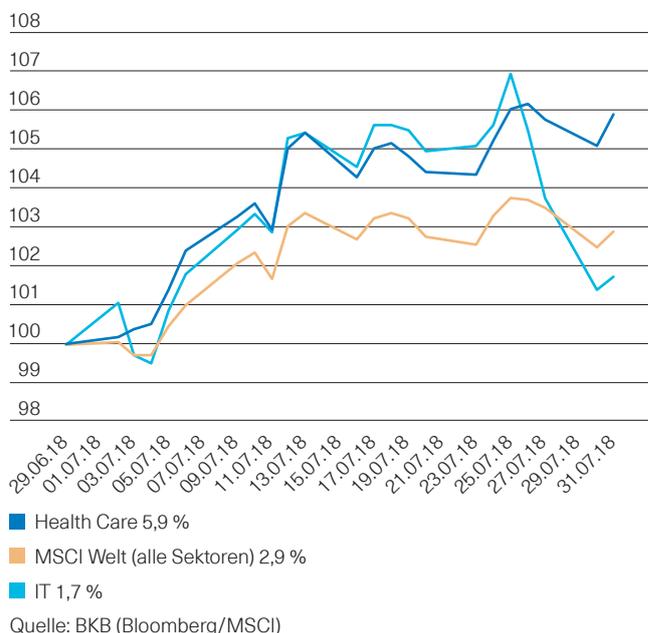
Abb. 1: Regionale Aktienperformance im Juli

Net Total Return in CHF



Abb. 2: Sektorperformance Gesundheit und IT im Juli

Net Total Return in CHF



© 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.