

Investment Letter 05/19

- Aktien: Indizes erreichen im April neue Rekorde
- Handelsstreit: Trump prahlt mit Zolleinnahmen
- BKB-Anlagestrategie: Zuversicht überwiegt



Aktien: Indizes erreichen im April neue Rekorde

Die positive Entwicklung an den weltweiten Aktienmärkten hat sich auch im April fortgesetzt. Die Gesamtrendite des SMI-Index (inklusive Dividenden und ohne Abzug der Verrechnungssteuer) beträgt für das laufende Jahr bis Ende April knapp +19 %. Damit sind die hohen einstelligen Verluste des letzten Jahres bereits Vergangenheit. Über die vergangenen zehn Jahre erzielte der SMI eine durchschnittliche Gesamtrendite pro Jahr von knapp 10 %. Das ist sogar deutlich besser als die über viele Jahrzehnte mit Aktien erzielte durchschnittliche Jahresrendite. Diese liegt bei etwa 7,5 % pro Jahr.

Der seit Anfang des Jahrzehnts vielbeklagte Anlagenotstand entpuppt sich im Nachhinein als ein historisch besonders günstiges Umfeld für risikobehaftete Kapitalanlagen. Die abgegriffene Weisheit «Krise als Chance» bestätigt sich erneut. Es erstaunt somit nicht, dass derzeit auch chronische Pessimisten eingestehen, dass Aktienanlagen bei ausreichendem Anlagehorizont attraktiv waren und es wohl auch bleiben werden. Wer Risikoprämien erwirtschaften will, muss aber bereit sein, heftige Wertschwankungen auszuhalten. Auch das Jahrzehnt nach der grossen Finanzkrise war gespickt mit turbulenten Phasen und mehrjährigen Perioden ohne Aktienrendite. Die «Flughöhe» von 10 % Rendite pro Jahr für Aktien wurde nicht wie bei einem Linienflug konstant gehalten. Vielmehr fühlte es sich an wie in einem Kampfjet beim Kunstflug: Eine nicht enden wollende Aneinanderreihung von tollkühnen Sturzflügen und atemberaubenden steilen Aufstiegen. Als man schliesslich mit zitternden Knien und flauem Magen aus dem Cockpit stieg, waren es dennoch, im Durchschnitt, knapp 10 % pro Jahr. Die Zukunft wird kaum komfortabler werden. Wir halten an Aktien in unserer langfristig orientierten Anlagestrategie dennoch fest. Dabei erwarten wir aber, dass die nächsten zehn Jahre weniger als 10 % pro Jahr bringen werden.

Handelsstreit: Donald Trump prahlt mit Zolleinnahmen

Anfang Mai sorgen Trumps berüchtigte Tweets für Loopings an den Börsen. Die von ihm soeben noch als «in trockenen Tüchern» beschriebene Einigung mit den Chinesen sei akut bedroht. Trump droht mit einer Erhöhung schon bestehender Zölle und einer Ausweitung der US-Zölle auf weitere Importgüter aus China. Bei Redaktionsschluss für diese Publikation bleibt unklar, ob Trump bloss verhandlungstaktisch droht oder ob die Verhandlungen tatsächlich vollends scheitern könnten.

Interessanter finden wir Trumps Tweets, in denen er prahlt, wie erfreulich hoch die neuen Zolleinnahmen seien, welche den Chinesen seit Mitte des letzten Jahres abgeknöpft werden könnten. Mit dem erzwungenen Zustupf aus China liefe es – Trump sei Dank – blendend in der US-Wirtschaft. Tatsache ist aber, dass seit Einführung der Zölle im Sommer und Herbst des vergangenen Jahres nicht die chinesischen Exporte in die USA eingebrochen sind, sondern es sind die US-Exporte nach China, die um etwa 15 Milliarden USD pro Quartal zurückgegangen sind. Indes steigen die Exporte Chinas in die USA trotz Zöllen munter weiter. Das Problem, das Trump lösen wollte, wurde nicht kleiner, sondern grösser: Das Handelsbilanzdefizit der USA erreicht neue Rekorde. Die Amerikaner bauen ihre Verschuldung weiter aus, um den exzessiven Konsum zu finanzieren. Gefährlich dabei ist, dass die Kreditwürdigkeit der USA noch immer so gross ist, dass sich die Politik kaum Sorgen um die steigende US-Staatsverschuldung macht. Bis zum Ende einer zweiten Trump'schen Amtszeit könnte die Staatsverschuldung der USA bereits auf italienische Proportionen ansteigen.

Für den Wahlkampf um die zweite Amtsperiode muss ein Erfolg im Handelskrieg mit China her. Entgegen allen Tatsachen soll durch die Tweets der Eindruck entstehen, dass neue Zölle eine gute Idee waren. In Wahrheit bahnt sich langsam aber stetig ein US-handelspolitisches Fiasko an. Die Auswirkungen sind aber dank guter US-Konjunktur noch nicht sichtbar.

BKB-Anlagestrategie: Zuversicht überwiegt

Entgegen der Börsenregel «Sell in May and go away» lassen wir unsere Aktienquote unverändert und liegen jetzt nur leicht unter dem strategischen Soll. Auch an der Börse gilt: «No news is good news». Trump wird seinen Deal mit den Chinesen schon noch abschliessen und die grossen Zentralbanken fassen die Zinsschraube dieses Jahr vermutlich nicht an. Das Interesse der Börsen an den wichtigen Wahlen des Europaparlaments im Mai scheint sehr gering. Wir bleiben für Sie weiterhin aufmerksam am Puls der Entwicklungen.

Globale Konjunktur

USA: Guter Jahresstart

Die US-Wirtschaft ist im ersten Quartal deutlich stärker gewachsen als erwartet. Trotz der Belastung durch den «shut down», in dessen Folge viele Bundesbedienstete im Januar Zwangsurlaub nehmen mussten, stieg das BIP um über 3 %. Diese erste Schätzung wird aber gewöhnlich – teils deutlichen – Revisionen unterzogen. Während das absolute Plus überzeugt, lässt die Zusammensetzung des Anstiegs zu wünschen übrig. Grund waren nicht ein hoher Konsum der Haushalte oder stark steigende Investitionen, sondern ein verbesserter Aussenbeitrag und ein hoher Lageraufbau. Es ist deshalb fraglich, ob die hohe Konjunkturdynamik fortgeschrieben werden kann. Die Einkaufsmanagerindizes deuten nämlich auf eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin. Die gesunkene Arbeitslosenquote ist zwar positiv (Abb. 1), sie hinkt jedoch der Konjunktur in aller Regel hinterher.

EU: BIP-Anstieg überrascht positiv

Die erwartete Abschwächung des BIP wurde zumindest um ein Quartal vertagt. Italien hat nach zwei Quartalen mit negativen Wachstumsraten wieder ein kleines Plus erzielt und auch in anderen Ländern konnten die Daten überzeugen. Aus unserer Sicht ist es jedoch zu früh, auf der vorliegenden Datenbasis bereits das Ende des Konjunkturabschwungs zu postulieren. Vielmehr deuten die meisten Stimmungsindikatoren auf eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums hin. Dies gilt insbesondere für den Bereich der Industrie (Abb. 2). Positiv kann aber auch für die Eurozone festgehalten werden, dass sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt weiter verbessert hat. Der Konsum der privaten Haushalte dürfte somit als Stabilisator wirken.

Schweiz: Stimmung trübt sich erneut ein

Die jüngsten Zahlen sprechen eine klare Sprache. Die Schweizer Wirtschaft kann sich von der eingetrübten Stimmung in der europäischen Industrie nicht abkoppeln. Vielmehr geben auch hierzulande die Frühindikatoren weiter nach. Während der KOF-Indikator schon seit einiger Zeit einen unterdurchschnittlichen Anstieg des Schweizer BIP andeutet, hat auch der Einkaufsmanagerindex der Industrie erneut nachgegeben. Er liegt das erste Mal seit Ende 2015 wieder unter der kritischen 50-Punkte-Marke (Abb. 3). Damit signalisiert er eine Kontraktion der Wirtschaft in den kommenden drei bis sechs Monaten. Wir rechnen dennoch nicht mit einer Rezession im laufenden Jahr, die Konjunkturaussichten bleiben aber eingetrübt.

Abb. 1: USA-Arbeitslosenquote

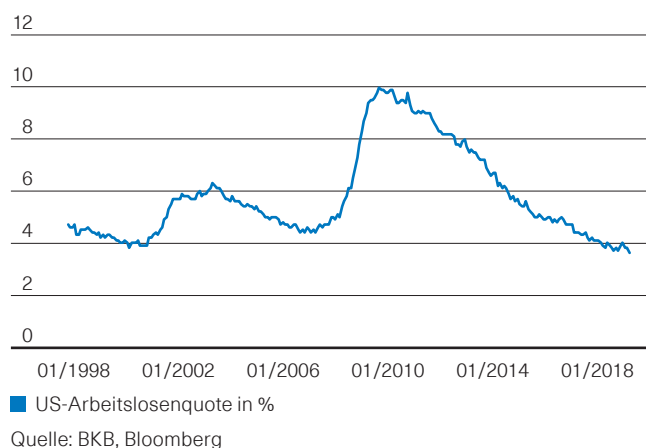


Abb. 2: Europa – Stimmungsindikatoren

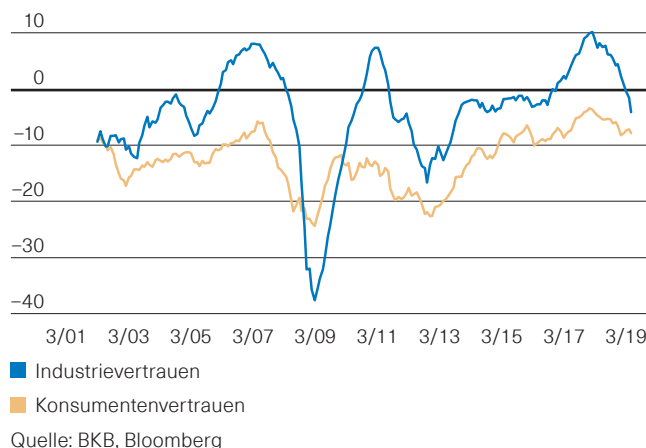
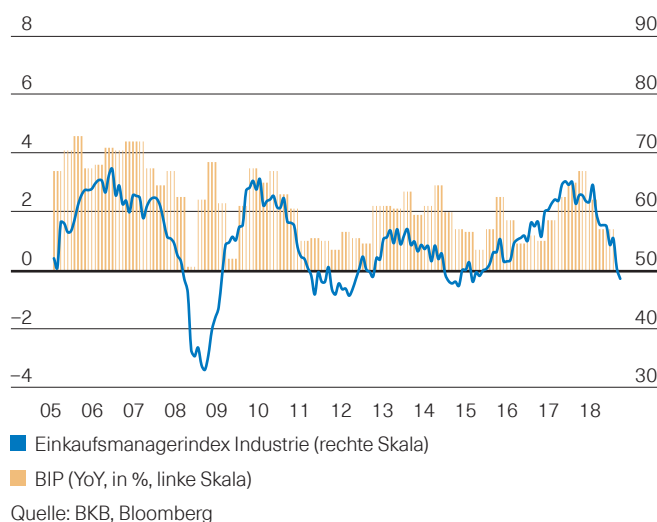


Abb. 3: Schweizer Frühindikator und Wachstum



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

US-Notenbank (Fed) hält an vorsichtigem Kurs fest

An ihrer Sitzung Anfang Mai haben die Fed-Mitglieder einstimmig entschieden, den US-Leitzins unverändert zu lassen. Der US-Arbeitsmarkt ist seit ihrem letzten Treffen im März stark geblieben. Die US-Konjunktur verzeichnet ein solides Wachstum. Die Arbeitslosigkeit sank auf 3,6 %. Trotz des Wirtschaftswachstums und der steigenden Löhne ging die US-Inflation seit Anfang dieses Jahres wieder zurück. So sank die jährliche Inflationsrate im März auf 1,5 %. Für einen Anstieg der Inflation sind aber nicht die nominalen Löhne, sondern die Lohnstückkosten (d. h. die Lohnkosten je produzierten Einheit) entscheidend. Langfristig folgt die Kerninflation den Lohnstückkosten (Abb. 1). Diese fielen überraschend um 0,9 %. Ökonomen hatten mit einem Zuwachs von 1,5 % gerechnet.

Nach Fed-Präsident Jerome Powell ist die niedrige Inflation auf kurzfristige Ursachen zurückzuführen und nicht auf eine restriktive Geldpolitik. Erst wenn sich die Inflation langfristig unter oder über dem Fed-Ziel bewegt, besteht gemäss Powell ein Grund zur Sorge. Er sieht aktuell keine zwingenden Argumente, den Leitzins zu verändern, weder nach unten noch nach oben. Angesichts der globalen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen und des verhaltenen Inflationsdrucks bleiben die Fed-Mitglieder in Bezug auf die zukünftige Anpassung des Leitzinsniveaus weiterhin «geduldig». Powell enttäuschte damit die Hoffnungen auf eine mögliche Lockerung der Geldpolitik.

Ausblick

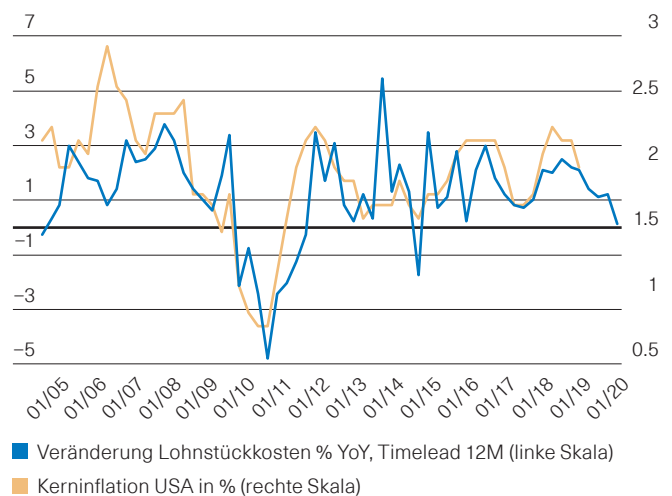
Die US-Notenbank hat die Spekulationen um eine mögliche Zinssenkung in diesem Jahr gedämpft und ihre abwartende Haltung bekräftigt. Die Europäische Zentralbank (EZB) wird die Zinsen wohl frühestens 2020 anheben. Die Schweizerische Nationalbank wird angesichts der Entwicklungen im Euroraum kaum vor der EZB massgebliche Zinsschritte vornehmen. Wir rechnen bei den Renditen 10-jähriger Staatsanleihen über die kommenden sechs Monate nur mit einem leichten Anstieg.

Schweizer Immobilienmarkt

Nach dem positiven Jahresstart ging es bei den kotierten Schweizer Immobilienanlagen im April bei den Fonds nochmals leicht aufwärts, die Immobilienaktien büsst dagegen etwas von den aufgelaufenen Gewinnen ein. Die tiefen Renditen auf dem Obligationenmarkt boten somit nur noch eine geringfügig Unterstützung für die Immobilienanlagen. Immobilienfonds weisen für die ersten vier Monate einen Anstieg von 9,6 % auf. Immobilienaktien sind 8,4 % im Plus. Letztere konnten im April von der positiven Stimmung an den Aktienbörsen nicht weiter profitieren. Die Agios der Schweizer Immobilienfonds legten aufgrund der gestiegenen Kurse nochmals zu. Die Kursaufschläge der Wohnimmobilienfonds bleiben dabei klar über denen der kommerziellen Immobilienfonds.

Das Risiko einer Blasenbildung auf dem Schweizer Immobilienmarkt hat generell weiter abgenommen. Der UBS Swiss Real Estate Bubble Index ist nochmals leicht gesunken. Dennoch gibt es einzelne Regionen mit erhöhten Ungleichgewichten (u. a. im Raum Basel und Zürich). Die Ausschüttungsrenditen der Immobilienfonds von knapp 3 % sind im Vergleich zu Schweizer Obligationen attraktiv. Wir halten an unserer neutralen Gewichtung von 5 % im Segment der indirekten Immobilienanlagen fest.

Abb. 1: USA – Inflation und Lohnstückkosten



Aktienmarkt

Weiter steigende Aktienmärkte im April

Die seit Jahresbeginn andauernde Aktienmarktrallye setzte sich im April fort. Nachlassende Konjunktursorgen gaben insbesondere den zyklischen Sektoren Auftrieb. So hatten Finanzwerte, Technologietitel und zyklische Konsumgüterhersteller die Nase vorne. Dagegen blieben defensive Bereiche wie Gesundheit, Immobilien und Versorger hinter dem breiten Markt zurück. Demzufolge zeigten sich in der regionalen Betrachtung Aktien der Eurozone, die eine sehr hohe Gewichtung in den zyklischen Sektoren aufweisen, mit einer Monatsperformance von 7,4 % in CHF an der Spitze. Auch die Performance der US-amerikanischen Aktien (+6,4 % in CHF) war sehr erfreulich. Demgegenüber blieb der defensive Schweizer Aktienmarkt, der im April den erfolgreichen Börsengang von Stadler Rail sowie die Alcon-Abspaltung von Novartis absorbiert hat, mit einer ebenfalls passablen April-Performance von 3,9 % zurück. Auch Japan (+3,7 % in CHF) sowie die Schwellenländer (+4,5 % in CHF) verzeichneten eine positive Aktienperformance (Abb. 1).

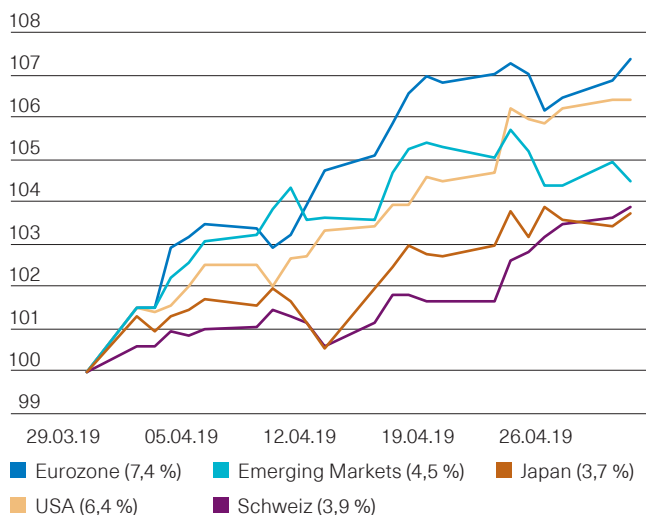
Gewinnsaison besser als befürchtet

Zu den Kursgewinnen am Aktienmarkt trug auch der Start der Berichtssaison für die Unternehmensergebnisse im 1. Quartal bei. Während die Analysten in den Monaten zuvor ihre Gewinnerwartungen deutlich nach unten korrigiert und ein negatives Gewinnwachstum gegenüber dem Vorjahr erwartet hatten, konnten die Unternehmen überwiegend positiv überraschen. Insbesondere in den USA dürften die Unternehmen im ersten Quartal an einem Gewinnrückgang vorbeigeschrammt sein. Allerdings blieb die Gewinnentwicklung sowohl in den USA als auch in Europa hinter der Umsatzentwicklung zurück, sodass die Gewinnmargen rückläufig sind (Abb. 2). Das historisch hohe Niveau der Gewinnmargen insbesondere in den USA und die Unterbrechung des Aufwärtstrends geben etwas Anlass zur Besorgnis.

Anlagestrategie

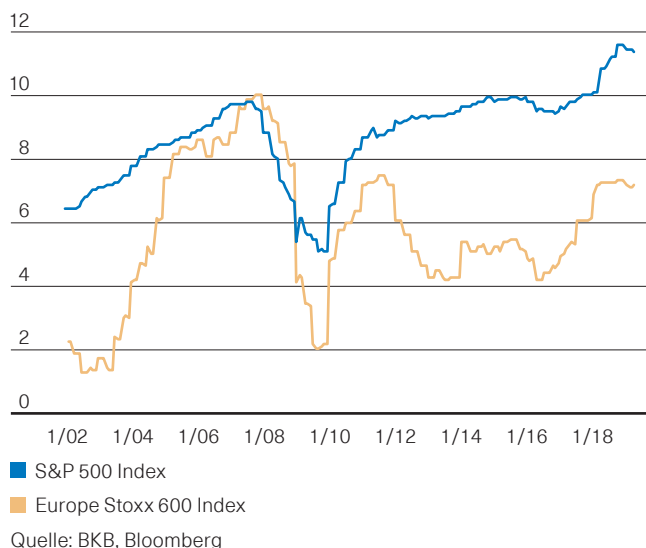
Wir sind weiterhin vorsichtig positioniert und halten an unserer leicht untergewichteten Aktienquote (-1,3 %) fest. Es ist derzeit nicht eindeutig, ob die Talsohle der Konjunkturabschwächung bereits erreicht ist.

Abb. 1: Regionale Aktienperformance im April
Net Total Return Indices in CHF, 29.03.2019=100



Quelle: BKB, Bloomberg/MSCI

Abb. 2: Gewinnmargen börsennotierter Unternehmen in den USA und Europa
in %



Quelle: BKB, Bloomberg

© 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.