



- **Können die USA den Handelsstreit mit China gewinnen?**
- **US Staatsverschuldung: Der rosarote Elefant im Raum den niemand sehen will.**
- **Aktienmärkte: Neue Allzeithochs in den USA – ein gemischtes Bild im Rest der Welt**

## **Können die USA den Handelsstreit gewinnen?**

Zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Artikels, scheint die nächste Eskalationsstufe erreicht: D. Trump könnte die Zölle auf weitere 200 Milliarden USD an Importen aus China ausweiten. Zweifellos wird China, ohne zu zögern, symmetrisch reagieren und auf allen noch nicht betroffenen Importen aus den USA im Umfang von ca. weiteren 90 Milliarden ebenfalls gleiche Zölle erheben.

Somit könnten als Folge des Handelsstreits insgesamt fast 440 Milliarden USD an Exporten neu mit Zöllen belegt sein. Eine beeindruckend grosse Zahl, aber im Vergleich zum Gesamtwert aller weltweiten Exporte von etwa 15 000 Milliarden USD pro Jahr, betrifft die aktuelle Eskalation weniger als 3% des weltweiten Handels. Entsprechend sind die Auswirkungen für die Weltwirtschaft als Ganzes insgesamt bescheiden. Einige Branchen werden sowohl in China als auch in den USA die Zölle begrüssen, jedoch ist der Streit insgesamt ein Verlustgeschäft für beide Volkswirtschaften.

Die Verlierer sind dabei weniger einfach auszumachen, als die Gewinner und somit kann Donald Trump aus diesen scheinbaren Siegen gegen Chinas Handelsübermacht politisches Kapital schlagen. Mit Hinblick auf die US Kongresswahlen im November stehen Argumente für Trumps Wahlkampf offensichtlich über der Wahrung nationaler Interessen der USA. Zu gewinnen gibt es für die USA in diesem Handelsstreit so gut wie nichts. Die Ursachen für den US Importüberschuss sind nämlich hausgemacht.

## **US Handelsdefizit: Die Kehrseite des US Überkonsums**

Donald Trump hat mit seiner scharfen Rhetorik gegenüber China, wohl bewusst, ein sehr einseitiges Bild der Lage gemalt: Unfaire Handelsverträge würden die USA benachteiligen und zu ungenügender chinesischer

Nachfrage nach US Gütern führen. Das scheint einleuchtend, allerdings gibt es eine ebenso einleuchtende Kehrseite. Das Handelsbilanzdefizit kann nicht nur als Differenz zwischen Exporten minus Importen dargestellt werden, sondern die Handelsbilanz ist auch die Differenz zwischen Produktion und Konsum. Das bedeutet, dass eine Volkswirtschaft mit negativer Handelsbilanz mehr konsumiert als sie produziert und dass der überschüssige Konsum aus dem Ausland importiert wird. Dabei steigt auch die Staatsverschuldung Jahr für Jahr. Die Erhöhung der Staatsverschuldung ist notwendig um den Überkonsum «auf Pump» zu finanzieren.

## **US Staatsverschuldung: Der rosarote Elefant im Raum**

Der Missstand des grossen US Handelsbilanzdefizits kann letztlich nur behoben werden, wenn die USA ihren Konsum bremsen. Das heisst der private Konsum, die Staatsausgaben oder die Unternehmensinvestitionen müssen zurückgehen, damit der Konsum in den USA weniger rasch steigt und sich das Handelsbilanzdefizit langsam wieder schliesst. Donald Trump verfolgt mit seinem Handelsstreit nur scheinbar das Ziel einer ausgeglichenen Handelsbilanz. Ein ernsthafter Versuch die US Schuldensituation zu stabilisieren, würde zu einer ganz anderen Politik führen.

## **Aktienmärkte: Neue Allzeithochs in den USA**

Die US Konsumentenstimmung ist derzeit auf Party Niveau, die Börse boomt und erzeugt neue Allzeithochs. Auch der Staat kurbelt die Wirtschaft an: Für 2018 ist erneut ein Loch in der Staatskasse von 3% der US Wirtschaftsleistung zu beklagen. Dabei müssten die USA im zyklischen Hoch den Haushalt sanieren. Deutschland und die Schweiz demonstrieren derzeit mit vollen Staatskassen, dass dies möglich ist. Trump, hingegen, senkt massiv die Steuern für Unternehmen und Besserverdienende. Immerhin wird das US Parlament von einer überparteilichen Stabsstelle, dem Congressional Budget Office (CBO) laufend über die US Staatsverschuldung informiert. Die Prognosen sind düster: Die US Staatsverschuldung in wenigen Jahren den Höchststand der am Ende des 2. Weltkrieges erreicht wurde übertreffen. Bis 2050 steigt, gemäss CBO Prognose, die US Staatsverschuldung nochmals um 50% Prozent der US Wirtschaftsleistung. Die US Politik wird dies kaum tatenlos zulassen. Wir befürchten aber, dass Trumps diesen gefährlichen Kurs solange wie möglich halten wird. Die Party auf Pump könnte also noch sehr lange andauern. Insgesamt halten wir an unsere neutralen Aktienquote fest. Anzeichen einer Verlangsamung der US Wirtschaft müssten wir aber sehr ernst nehmen und wir müssten die Aktienquote in unserer Anlagestrategie dann deutlich senken.

## USA: Konjunktur ist nach wie vor solide

Die positive Entwicklung der US-Wirtschaft hielt im August weiter an. Einhergehend mit der guten Lage am Arbeitsmarkt erreichte das Konsumentenvertrauen (Conference Board Index) im August ein neues Hoch, dessen Niveau zuletzt im November 2000 verzeichnet wurde (Abb. 1). Die Schätzung für das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal wurde von 4,0% auf 4,2% (annualisiert) nach oben revidiert. Anfang September überraschte der Einkaufsmanagerindex für die Industrie mit einem deutlichen Anstieg, nachdem die Konsensprognosen eine leichte Abkühlung für diesen wichtigen Frühindikator erwartet hatten.

## EU: Geschäftsklimaindizes neuerdings uneinheitlich

Der Geschäftsklimaindex für die Eurozone hat sich im August weiter abgeschwächt. Die Manager bewerteten insbesondere den Auftragsbestand sowie die Produktion schlechter. Jedoch haben sich die Produktionserwartungen verbessert. Dagegen ist gemäss Ifo-Geschäftsklimaindex die Stimmung in den deutschen Chefetagen zum ersten Mal seit November 2017 deutlich gestiegen (Abb. 2). Sowohl die Bewertung der aktuellen Lage als auch die Erwartungen haben sich erhöht. Neben einer starken Binnenkonjunktur trug eine Beruhigung des Handelskonflikts zwischen den USA und der EU zur besseren Stimmung bei.

## Schweiz: unerwartet starke Industrieproduktion

Im Gegensatz zu den Erwartungen stieg der Schweizer Einkaufsmanagerindex im August deutlich an. Er bestätigt die gute Verfassung der Schweizer Industrie – trotz Handelsstreit und Frankenstärke. Deutlich zugelegt haben die Subindizes für den Auftragsbestand sowie die Produktion. Auch das im August veröffentlichte Industrieproduktionswachstum im zweiten Quartal (+8,3% gegenüber dem Vorjahresquartal) hat die Erwartungen übertroffen (Abb. 3). Besonders hoch war der Produktionsanstieg in den bedeutenden Exportsektoren Pharmazie (+19,9%) sowie Elektronikprodukte und Uhren (+11,9%).

Abb. 1: USA – Konsumenten in Hochstimmung

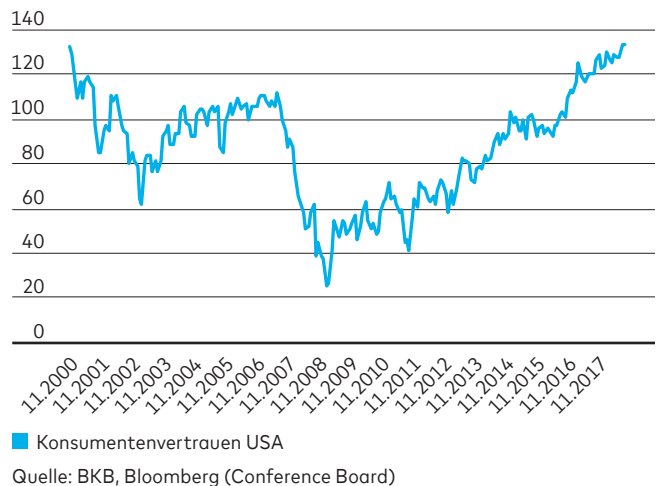


Abb. 2: Geschäftsklima Eurozone und Deutschland

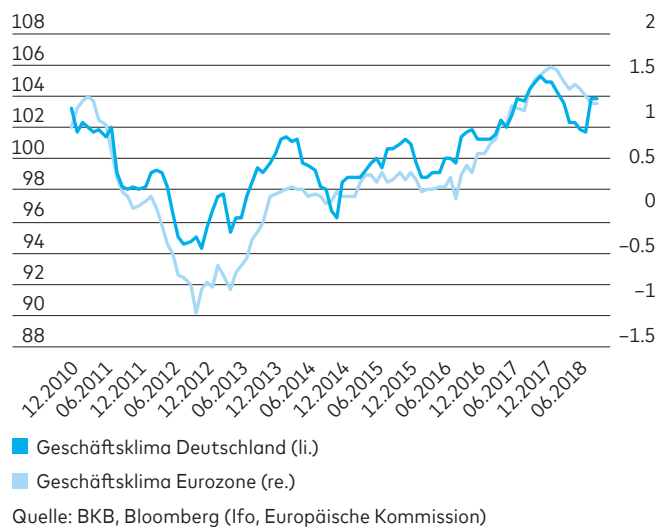
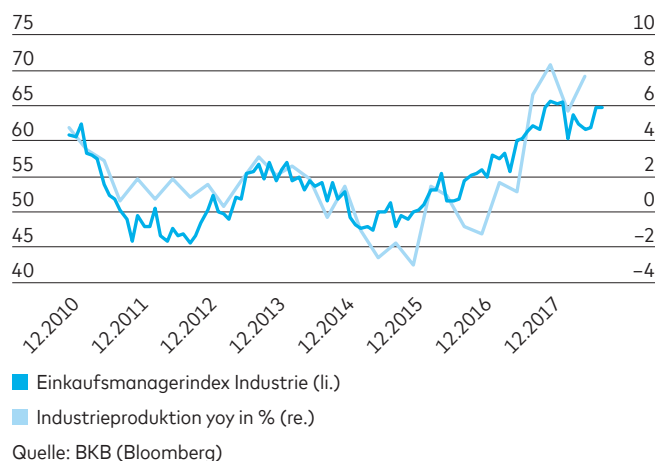


Abb. 3: Schweizer Einkaufsmanagerindex und Industrieproduktion



## US-Notenbank setzt ihre Geldpolitik unbeirrt fort

Im August trafen sich Notenbanker, Ökonomen und Regierungsvertreter aus aller Welt zum alljährlichen geldpolitischen Gedankenaustausch mit der US-Notenbank (Fed) im amerikanischen Jackson Hole. Bei seiner mit Spannung erwarteten Rede erwähnte Fed-Präsident Jerome Powell die zunehmenden Herausforderungen, wie den Handelskrieg zwischen den USA und China, mit denen sich das Fed zusätzlich konfrontiert sieht. Den Fokus legte er aber auf die Legitimation der moderaten Zinserhöhungen und den eingeschlagenen Normalisierungspfad. Aus Sicht des Fed sind die Aussichten für die US-Wirtschaft weiter rosig. Die Inflation befindet sich nahe dem Zielwert von 2% und die Arbeitslosigkeit ist auf einem Rekordtief von 3,9%. Dabei müssen die Fed-Mitglieder zwischen zwei Risiken navigieren. Wenn sie die Zinsen zu rasch erhöhen, laufen sie Gefahr, die wirtschaftliche Expansion unnötig abzuwürgen. Andererseits würden sie mit einer zu langsamen Anhebung des Zinsniveaus eine destabilisierende Überhitzung der US-Wirtschaft riskieren. Fed-Präsident Powell ist überzeugt, dass die US-Notenbank mit dem eingeschlagenen Weg der moderaten und graduellen Anpassung des Zinsniveaus diesen Risiken am besten begegnet. Die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Zinsschritts im September beträgt gemäss den Finanzexperten rund 96%. Daran haben auch die kritischen Äusserungen von US-Präsident Donald Trump hinsichtlich der steigenden Zinsen nichts geändert.

## Ausblick

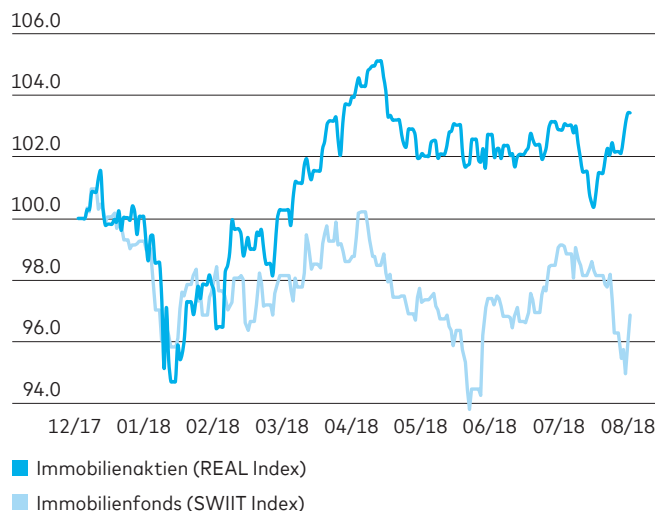
Der Handelskonflikt zwischen den USA und China sowie die Währungskrise in der Türkei haben die Finanzmärkte verunsichert. Entsprechend wurden die als sicher geltenden Staatsanleihen aus den USA, Deutschland und der Schweiz stärker nachgefragt. In der Folge gaben die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen im August etwas nach. Wenn die US-Notenbank beim eingeschlagenen Normalisierungspfad ihrer Geldpolitik bleibt und die Reduktion ihrer Bilanzsumme fortführt, dann dürften die Renditen der länger laufenden Anleihen weiter steigen. Wir erachten deshalb ein um 0,5% bis 1,0% höheres Renditeniveau bei 10-jährigen Staatsanleihen bis Ende 2019 für wahrscheinlich.

## Schweizer Immobilienmarkt

Im Monat August haben sowohl die Immobilienfonds wie auch die Immobilienaktien zwischenzeitlich an Boden verloren. Dabei kam der Immobilienfondsindex (SWIIT) stärker als der Immobilienaktienindex (REAL) unter Druck. Seit Jahresanfang haben die Immobilienaktien deshalb noch immer die Nase vorne. Ende August lagen sie mit 3,4% im Plus, die Immobilienfonds dagegen durchschnittlich mit 3,1% im Minus (Abb. 1). Der Swiss Real Estate Bubble Index der UBS liegt nur noch knapp in der Risikozone. Die Haushaltseinkommen sind weiter gestiegen, während die Preise für Einfamilienhäuser eine leichte Korrektur erfahren haben. Auch die Preise für Eigentumswohnungen sind erneut gesunken. Entsprechend hat sich auch das Verhältnis der zu bezahlenden Preise im Vergleich zu den Einkommen leicht verbessert. Es sind aber aktuell noch wie vor 6.6 Jahreseinkommen nötig, um ein Haus im mittleren Preissegment zu erwerben. Im langfristigen Durchschnitt beträgt dieses Verhältnis nur 5.7.

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: Entwicklung Schweizer Immobilienanlagen



Quelle: BKB, Bloomberg

## Aktien: Neue Rekordstände in den USA

Die US-Aktienbörsen haben im August neue Rekorde markiert. Zunächst erreichte die seit 9. März 2009 andauernde Börsenhausse am 21. August 2018 das Prädikat des längsten Bullenmarkts der Geschichte. In den vergangenen 9½ Jahren hat der S&P 500-Index keinen Einbruch über der 20%-Marke hinnehmen müssen. Dazu hat der S&P 500 vom 24. bis 29. August 2018 jeweils neue Allzeithochs erreicht. Die positive Stimmung an den amerikanischen Börsen beruht auf der soliden Gewinnsituation der Unternehmen, die sich in der ausgelaufenen Berichtssaison wieder manifestiert hat. Die Aufwertung des CHF führte jedoch dazu, dass sich die Monatsperformance gemäss MSCI von 3,2% in USD auf 1,2% in CHF reduzierte.

## Schwellenländer und Eurozone schwach

Während Schweizer Aktien mit -1,4% ein negatives Monatsergebnis erwirtschafteten, litten Investoren in Schwellenländeraktien (-4,6% in CHF) sowie in Aktien der Eurozone (-5,1% in CHF) deutlich stärker (Abb. 1). Der steigende US-Zinszyklus drückte auf die Währungen der Schwellenländer. Daneben belasteten politische Querelen, insbesondere der US-Handelsstreit mit China. Im MSCI Eurozone-Index war Italien mit -11,3% in CHF das Schlusslicht. Die grosszügigen Ausgabeabsichten der italienischen Regierung, die den EU-Sparvorgaben zuwiderlaufen, belasteten jedoch auch die anderen Aktienmärkte der Eurozone.

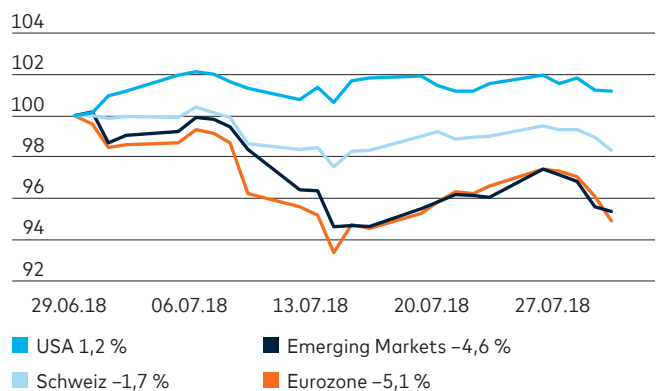
## Sektoren: IT wieder vorne, Energietitel als Schlusslicht

Weltweit hat der IT-Sektor die beste Monatsperformance erzielt. Er konnte den globalen Aktienmarkt um 5,2% outperformen (Abb. 2). Auch Schweizer Titel wie Temenos und Logitech fielen mit einer Monatsperformance von jeweils knapp 12% (absolut) positiv auf. Dagegen enttäuschten Aktien aus dem Energiesektor trotz steigendem Ölpreis. Die Investoren sind enttäuscht, dass die gestiegenen Gewinne aufgrund höherer Investitionsausgaben nicht stärker zu Dividenderhöhungen und Aktienrückkäufen genutzt werden.

## Anlagestrategie

Wir halten an unserer Positionierung fest. Angesichts der schwelenden politischen Störfelder sind wir bei Aktien de facto neutral positioniert.

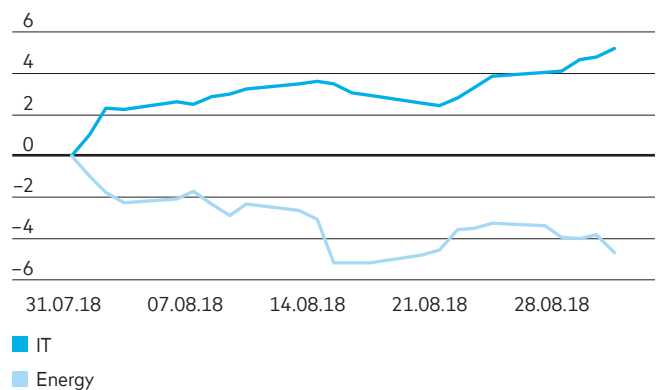
**Abb. 1: Regionale Aktienperformance im August**  
Net Total Return in CHF



Quelle: BKB, Bloomberg (MSCI)

**Abb. 2: Beste und schlechteste Sektorperformance im August**

Relative Sektorperformance zum Gesamtmarkt (Industrielländer), 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.