



- **Delta-Variante bremst US-Arbeitsmarkt aus**
- **Steigende Aktienkurse – Ewig tiefe Zinsen?**
- **Deutschland wählt Ende September**

Delta-Variante bremst US-Arbeitsmarkt aus

Die im US-Arbeitsmarkt im August geschaffenen neuen Stellen ausserhalb der Landwirtschaft blieben im August sehr weit unter den Erwartungen der Analysten. Zwar sind solche Prognosen nicht besonders zuverlässig und gerade während der Pandemie waren sie häufig ungenau. Die Ausbreitung der Delta-Variante hat offenbar zu einem verlangsamten Beschäftigungsaufbau geführt. Immerhin ist die Arbeitslosenquote in den USA von 5,4% im Vormonat auf 5,2% für August gefallen. Der beschäftigte Anteil der US-Bevölkerung liegt mit 58% aber immer noch 3% unter dem Niveau, das vor Ausbruch der Pandemie erreicht wurde. Tatsächlich haben in den USA die Zahl der Todesfälle in Zusammenhang mit einer Covid-19-Infektion viel stärker zugenommen als in der Schweiz oder in Deutschland. Dabei liegt der Teil der vollständig geimpften Bevölkerung in der Schweiz und in den USA auf ähnlichem Niveau, d. h. nur marginal über 50%. Für Deutschland liegt diese Zahl nun nahe bei 60%. Beides reicht für eine Herdenimmunität bei weitem nicht aus und die Spitäler werden zunehmend von jungen Menschen mit schwerem, wenn auch seltener tödlichem Krankheitsverlauf beansprucht. Wir befinden uns mitten in einer neuen Pandemiewelle, die zumindest in den USA auch direkte negative wirtschaftliche Konsequenzen mit sich bringt. Insgesamt bleibt die globale Wachstumsdynamik aber derart robust, dass der Ausblick auch für die Aktienmärkte eher freundlich bleibt.

Steigende Aktienkurse – Ewig tiefe Zinsen?

Eine altbekannte Diskussion an den Finanzmärkten ist lanciert. Etwas stimmt nicht: Wie kann es sein, dass die Wirtschaft brummt, die Aktienmärkte im Wochentakt Rekordstände erklimmen, die Inflation in den USA aktuell bei gut 5% liegt, aber die Zinsen auch für langlaufende Anleihen so extrem tief liegen? Was genau stimmt hier nicht? Ist der Aktienmarkt mitten in einer Blase oder sind die Anleihenmärkte nicht in der Lage, gegen die Zentralbanken ein höheres Zinsniveau zu

erzeugen? Manche Hedge-Fonds wetten bereits gegen den Zinsmarkt, d. h. sie wetten auf einen Ausverkauf von Anleihen bei rasch steiler werdender Zinskurve. Die US-Notenbank bleibt dabei stoisch auf Kurs und bewegt sich äusserst behutsam auf eine Verlangsamung der Anleihenkäufe zu. Anschliessend soll nach einer langen Zwischenphase eine erste Leitzinserhöhung in den USA folgen. Bei der Wahl von Anleihen mit Laufzeiten von deutlich über fünf Jahren ist mit diesen Risiken zu rechnen. Das Zinsänderungsrisiko könnte grösser sein, als die schlafenden Zinsmärkte des letzten Jahrzehnts uns vermuten lassen.

Deutschland wählt Ende September

In etwa drei Wochen wird in Deutschland, als Folge der Bundestagswahlen, eine neue Bundeskanzlerin oder ein neuer Bundeskanzler bestimmt. Die noch vor einigen Monaten plausible Erwartung, dass Armin Laschet als Spitzenkandidat der CDU/CSU die Wahl zur Kanzlerschaft leicht gewinnen könnte, hat sich in den Wahlprognosen der letzten Wochen komplett verändert. Auch die Wahlchancen von Annalena Baerbock haben sich in den Umfragen verringert. Grösser und für viele überraschender Aufsteiger in den Prognosen ist Olaf Scholz, der heutige Finanzminister und der Spitzenkandidat der SPD. Dass diese Entwicklungen die CDU/CSU zu einer Reaktion zwingen, war zu erwarten. Armin Laschet hat kurzfristig ein achtköpfiges «Zukunftsteam» um den früheren Fraktionschef Friedrich Merz zusammengestellt. Damit will Laschet Transparenz und Klarheit über seine politische Vision schaffen. Olaf Scholz wird, taktisch klug, vermutlich bloss seine Persona weiter im Vordergrund halten und einfach nichts tun. Als deutscher Finanzminister ist er, fast unabhängig von seiner Parteizugehörigkeit, mit einer konservativen Aura umgeben. Dieser Umstand dürfte ein Faktor für den Aufstieg von Scholz in Umfragen sein.

Ob Laschets «Zukunftsteam» das Momentum von Olaf Scholz brechen kann, ist sehr fraglich. Die Wahlen scheinen stark auf die Frage der Person fokussiert zu sein, welcher man eine Nachfolge von Angela Merkel zutraut. Dass Laschet sich nun mit weiteren Köpfen umgibt, lässt ihn nicht unbedingt heller strahlen. Die Wahlen werden aber bekanntlich nicht in Umfragen entschieden, sondern an der Urne am 26. September. Es zeichnet sich eine spannende Wahl ab, in der – mit einer Neuaufgabe der GroKo mit SPD-Kanzlerschaft – Kontinuität statt Aufbruch die Wahlen gewinnen könnte.

USA: Konjunkturdynamik nahe dem Zenit

Auch die zweite Schätzung für das Bruttoinlandsprodukt hat das unter den ursprünglichen Erwartungen liegende Ergebnis bestätigt. Das US-BIP legte im 2. Quartal um 6,6% (QoQ, annualisiert) zu, die grösste Stütze war der private Konsum mit einem Plus von 11,9%. Damit scheint der Zenit der aktuellen Wachstumsdynamik erreicht bzw. überschritten zu sein. Trotz Hilfsprogramm und geplanter Infrastrukturmassnahmen gehen die Prognostiker im Durchschnitt davon aus, dass im laufenden Quartal nur noch ein ähnlich hohes Wachstum erzielt werden kann und die Dynamik in den kommenden Quartalen abnimmt. So wird bspw. für das 2. Quartal 2022 gerade noch mit einem Anstieg des BIP um 3% (QoQ, annualisiert) gerechnet. Vor diesem Hintergrund bleibt es spannend, wie die US-Notenbank in den kommenden Monaten ihre Geldpolitik gestalten wird. Aktuell stehen die Signale jedoch für die Wirtschaft weiter auf Grün, der Einkaufsmanagerindex der Industrie ist expansiv (Abb. 1).

Eurozone: Stimmungsindikatoren auf hohem Niveau

Obwohl die Stimmungsindikatoren in der Eurozone jüngst etwas zurückgekommen sind (Abb. 2), besteht kein Grund zur Sorge für die weitere Entwicklung der europäischen Konjunktur. Vielmehr versprechen die aktuellen Niveaus der Indizes für die kommenden Quartale eine historisch betrachtet weiterhin sehr hohe Zunahme des Bruttoinlandsprodukts der Eurozone. Diese Einschätzung wird auch durch die Entwicklung des europäischen Arbeitsmarkts gestützt. Die Arbeitslosenquote liegt aktuell bei 7,6% und ist damit auch im vergangenen Berichtsmonat erneut gesunken. Es überrascht deshalb nicht, dass die durchschnittliche Wachstumsprognose für das BIP der Eurozone aktuell für 2021 mit 4,7% und für 2022 mit 4,4% angegeben wird.

Schweiz: KOF-Konjunkturbarometer im Rückwärtsgang

Nachdem das KOF-Konjunkturbarometer im Mai diesen Jahres ein bis dahin nicht gekanntes Hoch markiert hatte, legte es den Rückwärtsgang ein (Abb. 3). Dies ist jedoch nicht weiter beunruhigend. Das aktuelle Niveau entspricht einer deutlichen Abweichung vom Durchschnitt – und zwar nach oben. Es signalisiert somit auch für die nahe Zukunft vergleichsweise hohe Wachstumsraten des Schweizer BIP. Die Konsensprognosen für dessen Anstieg in diesem und im nächsten Jahr liegen aktuell bei 3,5% und 2,9%. Auch der Einkaufsmanagerindex für die Industrie stützt weiterhin das positive Bild. Der Index liegt trotz anhaltender globaler Lieferengpässe mit 67.7 Punkten deutlich über der kritischen 50-Punkte-Marke und damit im expansiven Bereich.

Abb. 1: USA – Einkaufsmanagerindex

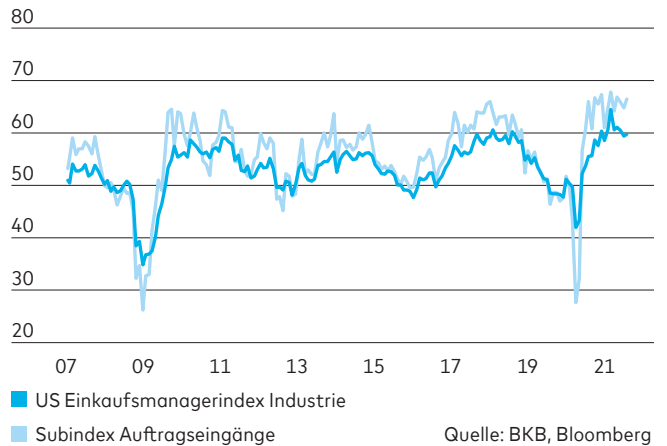


Abb. 2: Eurozone – Stimmungsindikatoren

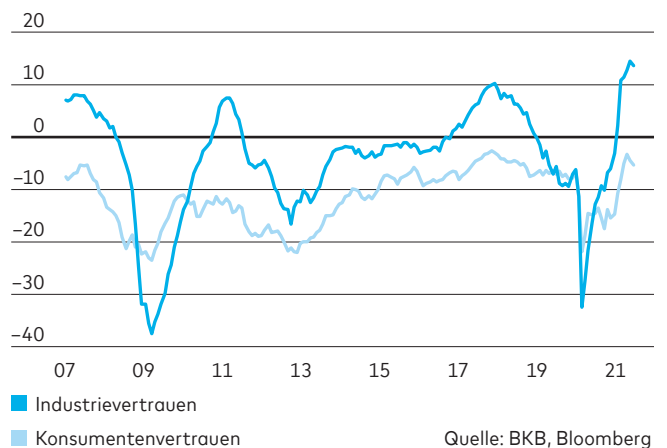
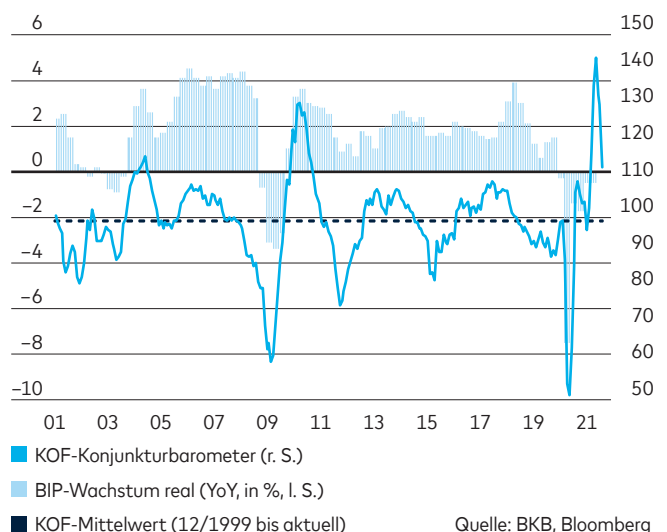


Abb. 3: Schweizer Frühindikator und BIP



Fed liefert erste Hinweise zu möglichem Tapering

Mit Spannung wurde die Rede von US-Notenbank-Chef Powell am diesjährigen Jackson-Hole-Meeting in Wyoming verfolgt. Dabei richtete sich das Interesse im Wesentlichen auf den möglichen Beginn des sogenannten Tapering-Programms, sprich der Reduzierung der monatlichen Wertpapierkäufe. Gemäss Powell setzt das Fed die Wertpapierkäufe zum aktuellen Tempo solange fort, bis es einen weiteren substanziellen Fortschritt in Richtung Vollbeschäftigung und Preisstabilität feststellen kann. Aus Powells Sicht sind diese Bedingungen gegeben. Es könnte somit angebracht sein, mit der Reduktion der Anleihekäufe noch in diesem Jahr zu starten. Er machte jedoch unmissverständlich klar, dass mit dem wahrscheinlichen Beginn des Taperings keinerlei Hinweise über mögliche Leitzinserhöhungen verbunden sind. Eine übereilte Straffung der Geldpolitik könnte laut Powell im aktuellen Umfeld schädlich sein. Die Entwicklung der Corona-Pandemie stellt weiterhin ein Risikofaktor dar. Die nächste reguläre Sitzung der Fed-Mitglieder findet im September statt.

In Europa hingegen wird die Europäische Zentralbank (EZB) die Nettoankäufe des Pandemie-Notfallprogramms (PEPP) bis mindestens Ende März 2022 fortführen. Laut EZB-Chefin Lagarde sorgt die Delta-Variante zunehmend für Unsicherheit. Zudem sind die mittelfristigen Inflationserwartungen weiterhin gedämpft. Die neue geldpolitische Strategie in Verbindung mit der Forward Guidance bekräftigen den Eindruck, dass sich die EZB im Zweifel genügend Zeit mit einem Ausstieg aus ihrer ultralockeren Geldpolitik lassen wird.

Ausblick

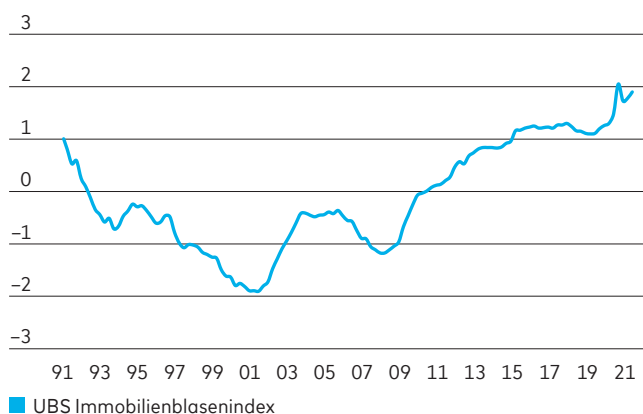
Nach dem monatelangen Abwärtstrend zogen die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen der USA, Deutschlands und der Schweiz im August wieder etwas an. Dies könnte unter anderem der Tatsache geschuldet sein, dass einige der Investoren im Hinblick auf die mögliche Ankündigung des Taperings Gewinne mitnehmen wollten. Von einer Renditetrendwende zu sprechen, wäre indessen verfrüht. Die nach wie vor sehr lockere Geldpolitik der Notenbanken dürfte das Aufwärtspotenzial begrenzen. Wir bleiben in unseren Mandaten deutlich untergewichtet.

Schweizer Immobilienmarkt

Im August zeigte sich der Markt für Schweizer Immobilienanlagen zweigeteilt. Während die Immobilienfonds (gemessen am Immobilienfondsindex SWIIT) etwas an Wert einbüssten, konnten die Immobilienaktien (gemessen am Immobilienaktienindex REAL) nochmals zulegen. Seit Jahresbeginn liegen aber sowohl die Aktien wie auch die Fonds deutlich im Plus. Die Immobilienaktien haben mit einem Anstieg von über 9% in diesem Jahr die Nase vorn, das Plus bei den Fonds beträgt gut 6%. An den fundamentalen Rahmenbedingungen hat sich dabei nichts Grundlegendes verändert. Die Nachfrage nach Wohneigentum bleibt hoch, die Ausschüttungsrenditen von Immobilien sind attraktiv, die Mieten stabil und die Renditen der Schweizer Obligationen sind tief. Auch das Risiko am Schweizer Immobilienmarkt in Bezug auf die Bildung einer Immobilienblase ist im 2. Quartal nur graduell gestiegen. Der Index bewegt sich zwar weiterhin im Risikobereich, liegt aber unter dem Wert, den er im 3. Quartal 2020 erreichte (Abb. 1). Für das 3. und 4. Quartal des laufenden Jahres wird von den für die Berechnung des «Bubble Index» Verantwortlichen wieder ein tieferer Indexstand erwartet – und das, obwohl die Eigenheimpreise jüngst deutlich gestiegen sind und die Einkommensentwicklung mit diesem Anstieg nicht Schritt halten konnte.

Wir halten an unserer neutralen Gewichtung von 5% im Segment der indirekten Immobilienanlagen fest.

Abb. 1: UBS Swiss Real Estate Bubble Index



Quelle: BKB, Bloomberg

Aktienmärkte im August freundlich

Für die Aktienmärkte der Industrieländer gab es im August keine grösseren Stürze, sodass die Monatsperformance sowohl in den USA, der Schweiz wie der Eurozone positiv ausfiel und die bereits ansehnlichen Renditen seit Jahresbeginn weiter anstiegen (Abb. 1). Der amerikanische S&P 500 Index notierte am 16. August doppelt so hoch wie zu seinem letzten Tiefstand am 23. März 2020. Mit nur 354 Handelstagen war dies die schnellste Verdoppelung in den letzten Jahrzehnten. Die Entwicklung der Schwellenländeraktien war dagegen weiter unterdurchschnittlich, wobei der stark gewichtete chinesische Aktienmarkt per Saldo nahe dem Niveau von Ende Juli verharrte. Neben dem wieder stärker den Sozialismus betonenden politischen Klima gaben auch Befürchtungen um Covid-Virus-Ausbrüche und wachstumshemmenden Eindämmungsmassnahmen Anlass zur Sorge.

Gewinnmargen deutlich erholt

Die Berichtssaison für die Geschäftszahlen des ersten Halbjahres ist mit hervorragenden Ergebnissen weitgehend abgeschlossen. Dabei zeigt sich, dass sich die Gewinnmargen der Unternehmen deutlich erholt und in den USA das Vorkrisenniveau bereits überschritten haben (Abb. 2). Es bleibt abzuwarten, ob und wie die Gewinnmargen über dieses Niveau hinaus weiter gesteigert werden können.

Anlagestrategie

Unsere Aktienallokation liegt derzeit nahe der strategischen Quote (45%). Die taktischen regionalen Untergewichtungen in Europa und den USA werden durch die Satellitenpositionen (Technologie, Demografie und Healthcare) kompensiert. Gegen eine höhere Aktienengewichtung sprechen die weiterhin hohen Bewertungen und Erwartungen an die Unternehmen, die Ungewissheit bezüglich der weiteren Pandemie-Entwicklung sowie die anhaltenden Inflationsdiskussionen infolge der aktuell hohen Preissteigerungsraten. Eine deutliche Untergewichtung ist dagegen angesichts des Anlagepotentials und der äusserst expansiven geld- sowie fiskalpolitischen Massnahmen, des positiven Moments bei den Unternehmensergebnissen sowie der steigenden Impfquoten nicht opportun.

Abb. 1: Regionale Aktienperformance
Net Total Return in CHF

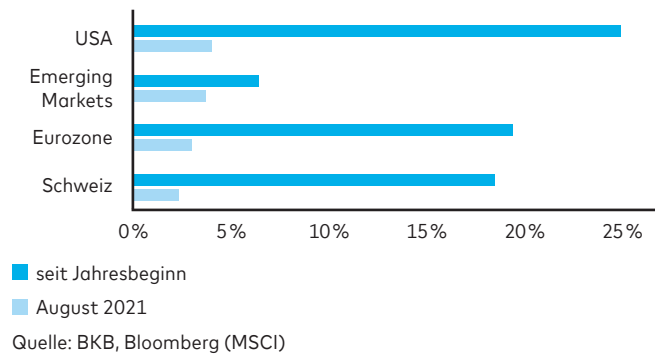
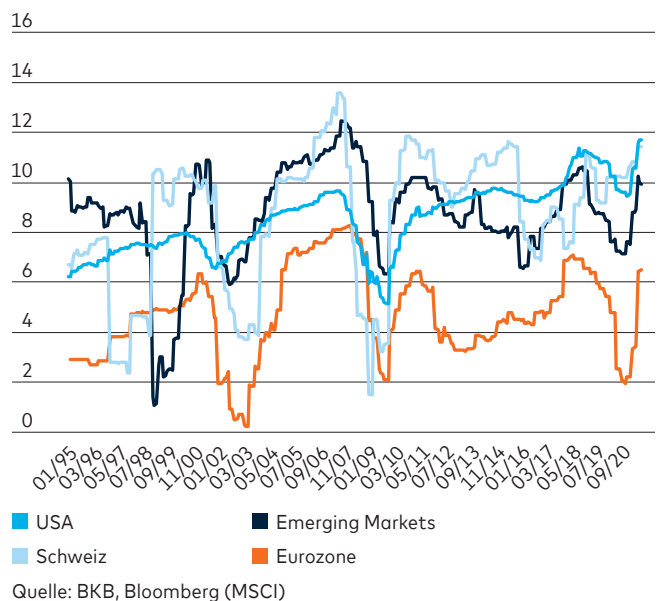


Abb. 2: Entwicklung der Gewinnmargen für ausgewählte Regionen
in %



© Basler Kantonalbank / Diese Angaben dienen ausschliesslich Werbezwecken. 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 für 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.