



- **Konjunkturerwartungen auf Rekordstand**
- **Trotz Katapultstart nur vorübergehend Inflation?**
- **Strategie: Aktien vorerst noch übergewichtet**

## **Konjunkturerwartungen auf Rekordstand**

Obwohl in Ländern wie Indien oder Brasilien die Pandemie weiter äusserst dramatische Folgen hat, zeichnet sich für die Schweiz und die EU eine Rückkehr zur Normalität innerhalb weniger Monate ab. Die Impfkampagnen haben auch in Europa Fahrt aufgenommen und die Wirkung einer breiten Impfung der Bevölkerung lässt sich an der deutlichen Entspannung der Lage in Israel, den USA und im Vereinigten Königreich ablesen.

Viele Konjunkturindikatoren, die über die vergangenen Wochen publiziert wurden, befinden sich auf sehr hohem Niveau. Einige davon stehen sogar auf einem Allzeithoch. Beispielsweise gilt dies für das KOF-Konjunkturbarometer der ETH zu den Aussichten für die Schweizer Wirtschaft. Aber auch die Exporte der deutschen Wirtschaft haben im März kräftig wie nie zuvor zugelegt. Trotz all diesem Optimismus darf nicht vergessen werden, dass in einigen Branchen die Pandemie wohl zu permanentem Wandel geführt hat. Die Fluggesellschaften werden wohl nachhaltig weniger Business-Class-Passagiere befördern, weil der Einsatz von Videokonferenzen sich durch die Pandemie als Alternative zu Flugreisen durchsetzen konnte. Auch die zwangsläufig gestiegene Beliebtheit des Onlineshoppings dürfte zumindest teilweise Bestand haben. Dies könnte zu einem strukturellen Wandel bei Verkaufsflächen in den Innenstädten führen. Insgesamt spricht derzeit vieles dafür, dass das Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr in Europa und den USA kräftig anzieht.

## **Trotz Katapultstart nur vorübergehend Inflation?**

Der Start ins zweite Halbjahr gleicht also, was die Konjunktur betrifft, einem Katapultstart von einem Flugzeugträger aus. Nicht dass ich einen solchen Start aus eigener Erfahrung kennen würde, aber man kann sich vielleicht vorstellen, wie sich das anfühlen könnte. Vermutlich etwa so, wie wenn die Hypothekenzinsen

wieder auf über 4% steigen würden. Tatsächlich kommt bei derart starken Konjunkturaussichten unweigerlich die Frage auf, ob die Billionen an Hilfsmassnahmen, insbesondere in den USA, übertrieben sein könnten. Müssten jetzt nicht Inflation und Zinsen steigen? Bei den Rohstoffpreisen erreicht das Industriemetall Kupfer mit einem Preis von über 10 000 USD pro Tonne einen neuen Rekord. Es gilt also, die Kabelrollen im Industrieareal wieder besser vor Dieben zu schützen. Hingegen ist beim Gold als klassische Schutzanlage gegen Inflation noch keine Euphorie zu sehen.

Die am 7. Mai veröffentlichten US-Arbeitsmarktzahlen für den Monat April wurden entsprechend mit ausserordentlich viel Spannung erwartet. Es war im Vorfeld klar, dass eine unerwartete und extrem rasche Erholung des US-Arbeitsmarktes sowohl Joe Biden als auch den US-Notenbank-Chef Jerome Powell unter Druck setzen würden. Ihre Gegner könnten ihnen vorwerfen, deutlich übertrieben zu haben und die Pandemie als Vorwand benutzt zu haben, um extreme Massnahmen aus politischen Gründen umzusetzen.

Am Ende gab es aber viele lange Gesichter, dies weil die US-Arbeitslosenrate für April gegenüber dem Vormonat sogar leicht angestiegen ist. Auch die im April neu geschaffenen Stellen blieben sehr deutlich unter den Erwartungen. Joe Biden und Jerome Powell können ihre Politik vorerst also bestätigt fortsetzen. Ein vorübergehender (transienter) Anstieg der Inflation wird zwar erwartet, aber ein spektakulärer Katapultstart in eine neue und höhere Zinslandschaft bleibt vorerst unwahrscheinlich.

## **Strategie: Aktien derzeit noch übergewichtet**

Der Schweizer Aktienmarkt befindet sich gegenwärtig auf den Niveaus von Anfang April. Der SPI konnte dieses Jahr bis zum 7. Mai etwa 7,5% zulegen. Der SMI-Index steht bei etwa 11 150 Punkten und hat dieses Jahr etwa 4,25% zugelegt, dazu kommen noch etwa 3% Dividendenerträge, die im SMI-Index im Gegensatz zum SPI nicht mitberücksichtigt werden.

Wir erwarten, dass die starken Konjunkturaussichten für weitere Kursgewinne an den Aktienmärkten sorgen werden. Obwohl die US-Notenbank erneut vor gestiegenen Bewertungen bei Aktien gewarnt hat, halten wir in unserer Anlagestrategie – vorerst noch – an unserer taktischen Übergewichtung von Aktien fest.

## USA: Globale Wachstumslokomotive

Hohes Impftempo, äusserst expansive Geld- und Fiskalpolitik – für die US-Wirtschaft deutet alles auf eine weiterhin sehr hohe Wachstumsdynamik hin. Die durchschnittlichen Konsensprognosen der Ökonomen für den Anstieg des BIP liegen inzwischen über 6% für das laufende Jahr. Die verfügbaren Stimmungsindikatoren stützen dieses Bild. So legte das Konsumentenvertrauen deutlich zu und auch die Stimmung in der Industrie ist nach wie vor sehr expansiv. Und das trotz der Tatsache, dass der Einkaufsmanagerindex der Industrie jüngst einen Dämpfer hinnehmen musste (Abb. 1) und die Erwartungen verfehlte. Die Ursache hierfür wird aber weniger in einer fehlenden Nachfrage nach den Endprodukten gesehen, sondern vielmehr bei Schwierigkeiten in den globalen Lieferketten verortet. Entsprechend bleibt die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die US-Wirtschaft den Erwartungen im Jahr 2021 auch gerecht werden kann.

## Eurozone: Lockerungen der Quarantänemassnahmen

Trotz teilweise nach wie vor hoher Neuinfektionen mit Covid-19 werden in immer mehr Ländern Europas Lockerungen der Quarantänemassnahmen in Aussicht gestellt oder durchgeführt. Auch bekommen Geimpfte und vom Virus Genesene – bspw. in Deutschland – einen Teil ihrer Rechte zurück. Dies und die Tatsache, dass immer mehr Impfstoffe verfügbar sind, führt auch in Europa trotz gestörter Lieferketten zu weiter steigenden Stimmungsindikatoren (Abb. 2), die teils sogar neue Höchststände markieren. Nach einem schwierigen ersten Quartal deutet vieles darauf hin, dass im zweiten Quartal wieder auf den Wachstumspfad eingeschwenkt werden kann. Eine Zunahme des BIP von gut 4% für das Gesamtjahr bleibt somit realistisch.

## Schweiz: Stimmung auf Allzeithoch

Trotz Covid-19-Pandemie hat die Stimmung unter den Schweizer Unternehmen neue Allzeithochs erreicht. Das gilt für das KOF-Konjunkturbarometer (Abb. 3), das gilt aber auch für den Einkaufsmanagerindex der Industrie. Damit signalisieren beide Kennziffern eine deutliche Zunahme der Konjunkturdynamik in den vor uns liegenden Monaten. Mit Ausnahme des Gastgewerbes hat sich gemäss KOF die Stimmung in faktisch allen anderen Wirtschaftszweigen aufgehellt. Entsprechend haben sich auch die Aussichten für den Arbeitsmarkt verbessert. Die Befürchtungen stark steigender Arbeitslosenzahlen in Folge der Coronakrise haben sich damit nicht bestätigt. Erstmals wollen wieder mehr Unternehmen Stellen aufals abbauen.

Abb. 1: USA – Einkaufsmanagerindex Industrie

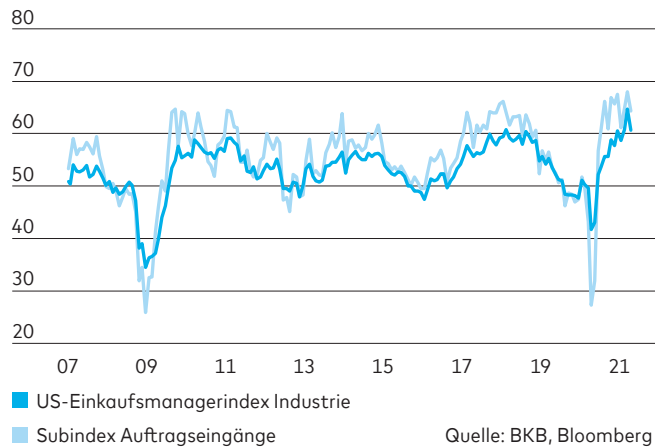


Abb. 2: Eurozone – Stimmungsindikatoren

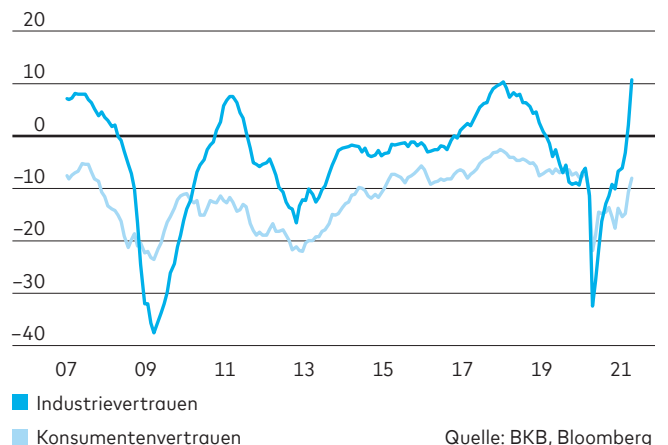
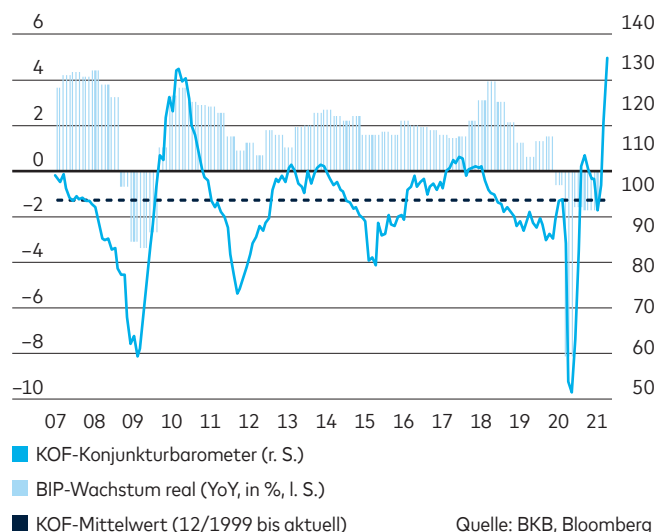


Abb. 3: Schweizer Frühindikator und BIP



## Fed: Keine Änderung bei Geldpolitik

Die US-Notenbank (Fed) hat sich an ihrer Sitzung im April dazu entschlossen, die ultralockere Geldpolitik fortzuführen. Allerdings ist das Fed im Vergleich zum letzten Zinsentscheid etwas optimistischer. Dank der grossen fiskalpolitischen Unterstützung und dem Fortschritt bei den Impfungen zeigen die Indikatoren zur wirtschaftlichen Entwicklung und zum Arbeitsmarkt stärker nach oben als zuvor. Trotz der spürbaren Erholung ist es aber laut Fed-Chef Powell noch zu früh für eine Änderung der extrem lockeren Geldpolitik. Die Wirtschaft ist gemäss Powell noch zu weit von den Fed-Zielen, Vollbeschäftigung und Preisstabilität, entfernt. Für das Erreichen der Ziele ist die weitere Entwicklung der Pandemie entscheidend.

## EZB setzt ultralockere Geldpolitik fort

Der EZB-Rat hat an seiner April-Sitzung beschlossen, den ultralockeren geldpolitischen Kurs beizubehalten. Mit den Massnahmen verfolgt die EZB das Ziel, die günstigen Finanzierungsbedingungen für alle Wirtschaftssektoren aufrechtzuerhalten sowie die mittelfristige Preisstabilität zu gewährleisten. Gemäss EZB-Chefin Lagarde bleiben die wirtschaftlichen Aussichten auf kurze Sicht nach wie vor eingetrübt, auch wenn es leichte Anzeichen einer Erholung gibt.

## Ausblick

Der dynamische Aufwärtstrend der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen hat sich im April nicht fortgesetzt. Seit Ende März ist ein moderater Renditeabwärtstrend feststellbar. Im Gegensatz dazu erreichte die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen ein neues Jahreshoch und liegt nur noch knapp unter dem Zwischenhoch von -0,15% vor der Coronakrise. Die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen der Schweiz verzeichnete im April einen leichten Anstieg.

Kurzfristig könnte die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen infolge andauernder Reflationierungsspekulationen weiter ansteigen. In Anbetracht der sehr expansiven Haltung der Zentralbanken dürfte das Aufwärtspotenzial aber auf längere Zeit begrenzt bleiben. Aufgrund der unattraktiven Aussichten bleiben wir in unseren Mandaten bei den Obligationen deutlich untergewichtet.

## Schweizer Immobilienmarkt

Der April war ein sehr guter Monat für Schweizer Immobilienanlagen. Nach den Korrekturen zum Jahresstart konnten sowohl Immobilienfonds als auch Immobilienaktien deutlich zulegen. Fonds stiegen um knapp 1% und liegen nun seit Jahresbeginn mit rund 1,4% im Plus. Immobilienaktien sind im April um über 1,5% angestiegen und notieren nun mit 1,65% im Plus.

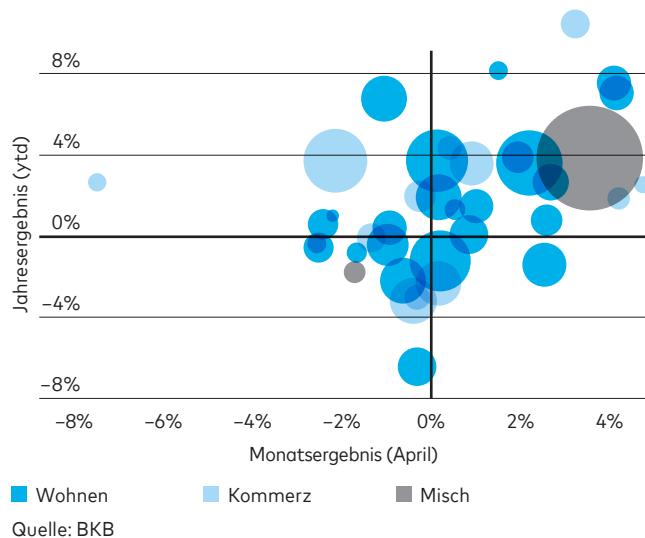
Abbildung 1 zeigt die Entwicklung einzelner Fonds seit Jahresbeginn und über den letzten Monat. Die Kugelgrösse steht für die Grösse des Fonds, die Farbe zeigt den Sektor. Es ist erfreulich, dass viele Produkte mit einer positiven Jahresentwicklung aufwarten, unabhängig von ihrem Sektor und ihrer Grösse. In den Augen der Investoren ist die Coronakrise am Immobilienmarkt vorbei. Ansonsten könnte man eine Klumpenbildung im unteren linken Quadranten beobachten.

Auch die Preisstruktur bleibt unverändert. Fonds waren und bleiben teuer. Einziger Trost ist, dass die Aufgelder zum Substanzwert zum Jahreswechsel meist noch höher waren.

Ansonsten stimmt das längerfristige Umfeld: Die Ausschüttungsrenditen sind attraktiver als langfristige Obligationen, die Mieten bleiben stabil und die Zinsen tief.

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

**Abb. 1: Performance Immobilienfonds seit Jahresbeginn nach Sektoren (Kugelgrösse = Fondsgrösse)**



## Aktienmärkte im April weiter fest

Positive Konjunkturindikatoren, anhaltende geld- und fiskalpolitische Unterstützung sowie ein vortrefflicher Start in die Berichtssaison für die Unternehmensergebnisse des ersten Quartals gaben den meisten Aktienmärkten im April weiteren Auftrieb. So erzielten amerikanische Aktien trotz eines schwächeren USD eine Monatsperformance von 2,1% in CHF und Aktien der Eurozone lagen mit +1,4% in CHF vor Schweizer Aktientiteln mit 0,9%. Dagegen entwickelten sich Schwellenländeraktien im April aufgrund von Währungsverlusten aus Schweizer Anlegersicht mit -0,7% leicht negativ und der japanische Aktienmarkt startete angesichts zunehmender Covid-Infektionszahlen und Einschränkungen gar deutlich negativ in sein neues Fiskaljahr (Abb. 1).

## Gewindynamik überdeckt Bewertungsängste

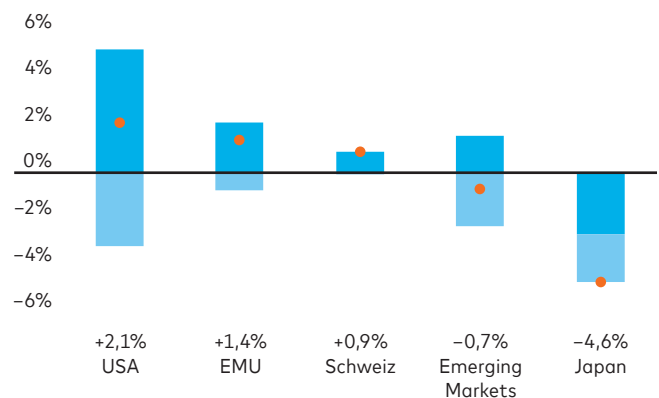
Per Ende April hatten gemäss Factset 60% der Unternehmen des S&P 500 Index ihre Unternehmensergebnisse für das erste Quartal publiziert, von denen ein rekordhoher Anteil von 82% mit positiven Gewinnüberraschungen aufwarten konnte. Im Durchschnitt lagen die Gewinnsteigerungen etwa 22% über den Erwartungen. Auch bei den europäischen Unternehmen, die ihre Quartalsergebnisse meist etwas später als ihre amerikanischen Pendanten publizieren, zeichnen sich deutlich bessere Ergebnisse ab, als von den Analysten zunächst erwartet wurden. Die positive Dynamik rückt die hohen Bewertungen in den Hintergrund. Das (historische) Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt auch im Kontext der niedrigen Zinsen deutlich über dem fairen Niveau. Wenn man anstatt der pandemiebedingt reduzierten historischen Gewinne die Gewinnerwartungen für die nächsten zwölf Monate heranzieht, erscheint die aktuelle Bewertung dagegen fair (Abb. 2). Dies gilt aber nur, solange weder die Aktienkurse über das Ausmass positiver Gewinnüberraschungen noch die Zinsen vom aktuellen Niveau aus ansteigen.

## Anlagestrategie

Angesichts des positiven Momentums von Konjunktur und Unternehmensdaten haben wir unsere Übergewichtung bei den Aktien weiter laufen lassen. Unser Aktiengewicht inklusive der Satelliten (Technologie, Demografie und Health Care) liegt derzeit gut 4% über der strategischen Quote.

**Abb. 1: Regionale Aktienperformance**

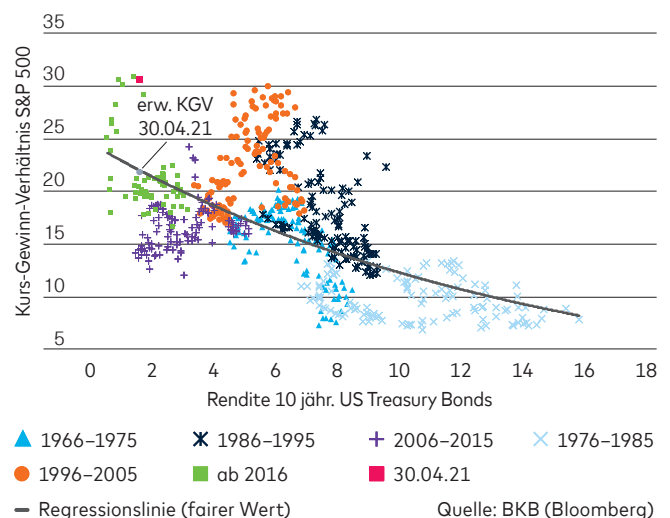
Net Total Return Indizes in CHF



- Perf. in lokaler Währung
- Währungsbeitrag
- Gesamtperf. in CHF

Quelle: BKB (Bloomberg/MSCI)

**Abb. 2: S&P 500 Index – Bewertungsniveau und Zinsen**  
hist. KGV vs. Zinsen



© 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.