

AIP MONITOR 10/2024

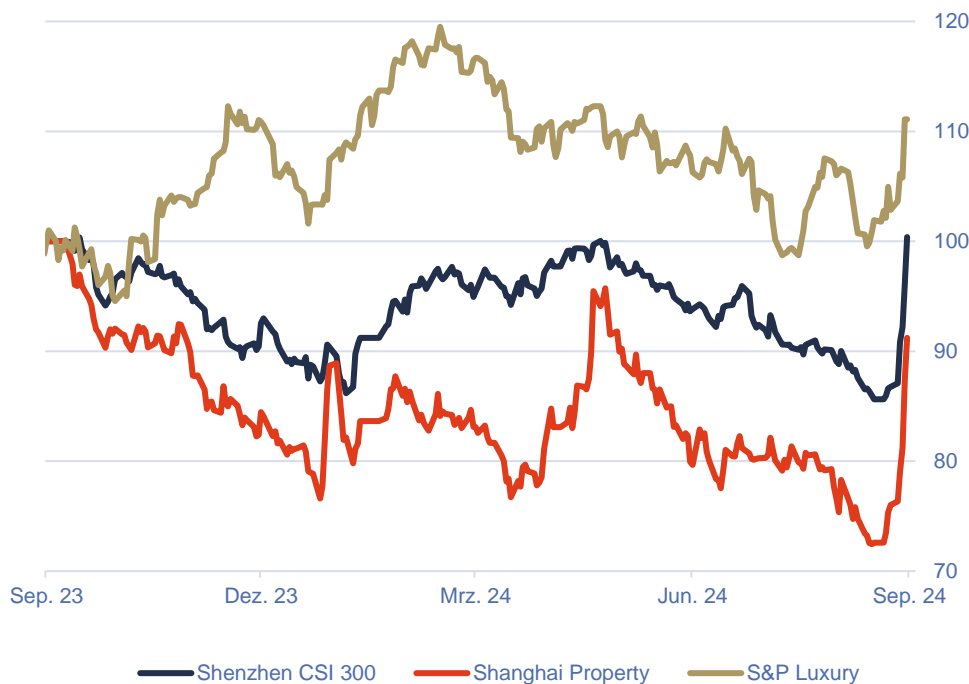
DEN PULS DER MÄRKTE SPÜREN

Executive Summary

- Die Notenbank-Entscheidungen standen in den letzten Tagen im Interesse der Anleger. Die Fed hat mit einer beherzten Zinssenkung um 50 Basispunkte die Teilnehmer überrascht. Unerwartet war der weitreichende Rundumschlag der PBOC. Die Massnahmen wurden von den Aktienmärkten positiv aufgegriffen. Im Rahmen der Erwartungen lockerten auch die EZB und die SNB ihre Geldpolitik.
- Die Konjunktur scheint sich global abzukühlen und erfasst nun teilweise auch den Dienstleistungssektor. Die Zahlen bleiben widersprüchlich.
- Die USA überraschen positiv und die geldpolitische Lockerung lässt weiterhin Argumentationsspielraum für eine sanfte Landung.
- In Europa wiegen die Konjunktursorgen schwerer.

- Die globalen Anleihenmärkte haben sich beruhigt. Die Zinssenkung der Fed führt zu einer Normalisierung der Zinskurve.
- An den Aktienmärkten wurden die deutlichen Ausschläge «nach unten» erstaunlich schnell wieder korrigiert. Allerdings fand diese Erholung nicht überall gleich stark statt.
- Der US-Dollar könnte unter Druck bleiben. Nebst der Erwartung von weiteren Zinssenkungen belastet auch die steigende Verschuldung in den USA den Greenback.
- Gold steigt auf über USD 2'700 pro Unze und erreicht ein neues Allzeithoch.

Aktienindizes China und Luxusgüter (12 Monate)



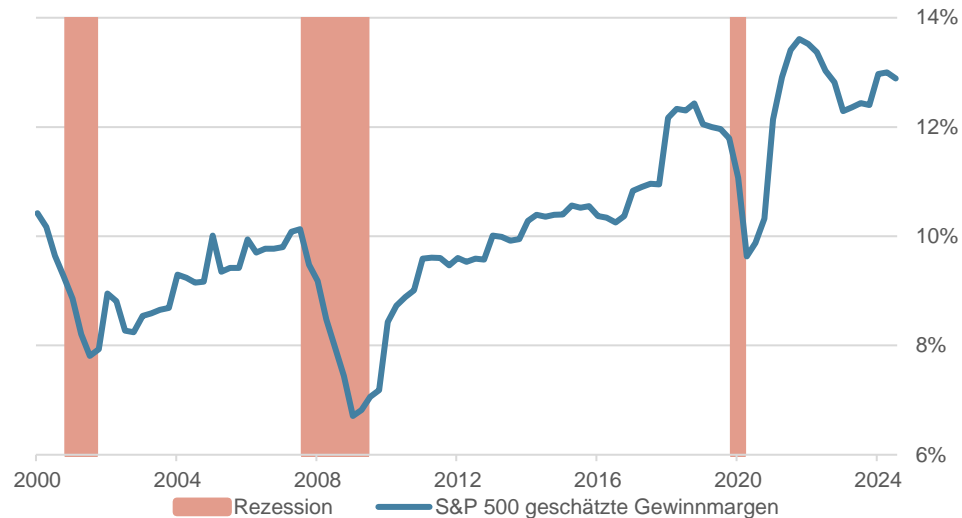
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Schafft China mit den massiven Unterstützungsmassnahmen die Wende?

- Eine ungewöhnlich lange anhaltende Wachstumsflaute, der eingebrochene Aktien- und Immobilienmarkt sowie die Gefahr in die Deflation abzugleiten, prägen das Narrativ für China.
- Bisherige Impulse fielen eher enttäuschend aus und verpassten es, die Stimmung nachhaltig zu heben. Das hat sich im September mit der Ankündigung eines umfangreichen Massnahmenpakets geändert.
- Die wichtigsten Konjunkturmassnahmen umfassen die Reduktion der Mindestreserveanforderungen der Banken bei der Notenbank zur Erhöhung der Kreditvergabe, die Senkung diverser Schlüsselzinssätze wie auch des Hypothekenzinses sowie die Lockerung der Bedingungen für ein zweites Wohnbaudarlehen zur Belebung des Immobilienmarktes.
- Darüber hinaus erhalten Finanzinstitute für Investitionen an den Aktienmärkten «Swap-Linien» bei der Zentralbank, welche die Liquidität erhöhen und das Vertrauen in den Finanzmarkt stärken sollen.
- Der vielschichtige Anreiz unterstreicht nach dreijähriger Krise die Entschlossenheit der Notenbank und der Regierung das Problem ernsthaft beheben zu wollen. Die Massnahmen dienen der Stabilisierung der Wirtschaft und der Unterstützung des Finanzsystems.
- Der chinesische Aktienmarkt verzeichnete einen deutlichen Kursanstieg und beflügelte auch die internationalen Märkte – insbesondere jene Unternehmen, welche nach China exportieren. Dazu gehört bspw. die Luxusbranche, da ein positiver Effekt auf den chinesischen Konsum erwartet wird.
- Der Erfolg des konjunkturellen «Zweihänders» ist aus unserer Sicht aber noch unsicher.

Konjunktur

S&P 500 Gewinnmargen und Rezessionen (seit 2000)



Abkühlung der globalen Wirtschaft erfasst auch den Dienstleistungssektor

- Nach den eher enttäuschenden Arbeitsmarktdaten aus den USA und den nach unten revidierten neu geschaffenen Stellen rückt der Arbeitsmarkt und die Konjunktur zunehmend in den Fokus der Analysten wie auch der US-Notenbank Fed.
- Die Erwartung einer deutlicheren Abkühlung der US-Wirtschaft veranlasste die Zentralbank ihre Geldpolitik deutlich zu lockern und die Konjunktur sowie den Arbeitsmarkt zu stützen. Eine «sanfte Landung» ist weiterhin das Basisszenario, Zweifel daran sind aber gerechtfertigt.
- Üblicherweise ist ein Zinssenkungszyklus, der nicht mit einer Rezession in Verbindung steht, «bullisch» (positiv) für die Aktienmärkte. Die Vergangenheit hat aber gezeigt, dass eine sanfte Landung nicht die Regel, sondern die Ausnahme ist, wenn die Fed mit der Lockerung der Geldpolitik beginnt.
- Seit 1970 kam es zu zehn Zinssenkungszyklen der Fed. Nur in drei Fällen fand dies nicht im Zusammenhang mit einer Rezession statt: 1984, 1995 und 1998. In den drei Rezessionen seit 2000 fand im S&P 500 jeweils eine Margenkontraktion statt, was sich nun im dritten Quartal ebenfalls abzeichnen könnte.
- Vor den Präsidentschaftswahlen am 5. November sollte aber nicht mit einer offiziellen Bekanntgabe einer Rezession durch das «National Bureau of Economic Research» gerechnet werden.
- Der Dienstleistungssektor in den USA verzeichnet anhand der Umfrage bei den Einkaufsmanagern mit 55.4 Punkten weiterhin ein starkes Wachstumssignal und kann die Schwäche im Industriesektor kompensieren.
- In Europa schrumpft das produzierende Gewerbe schon seit einiger Zeit und nun schlägt die Schwäche auch auf den Dienstleistungssektor durch. Dieser befindet sich in den beiden grossen Wirtschaftsräumen Deutschland und Frankreich mit 47.2 resp. 48.3 unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.
- Die Industrie Deutschlands befindet sich in einer Krise. Die ifo-Daten enttäuschen und erhöhen die Rezessionswahrscheinlichkeit. Hohe Kosten, einschneidende Auflagen aus der Mobilitätstransition und fehlende Innovationen belasten den Automobilsektor. Robert Habeck verspricht nach dem Krisengipfel mit Branchenvertretern Unterstützung, ohne konkrete Massnahmen zu nennen. Es mangelt an klaren Vorgaben und einer erforderlichen Planungssicherheit auf längere Sicht.
- Das KOF-Konjunkturbarometer der ETH bleibt im September mit 95.9 Punkten unter dem langjährigen Durchschnitt und die Wachstumsprognose für die Schweizer Wirtschaft wird für 2024 auf 1.6% gesenkt.

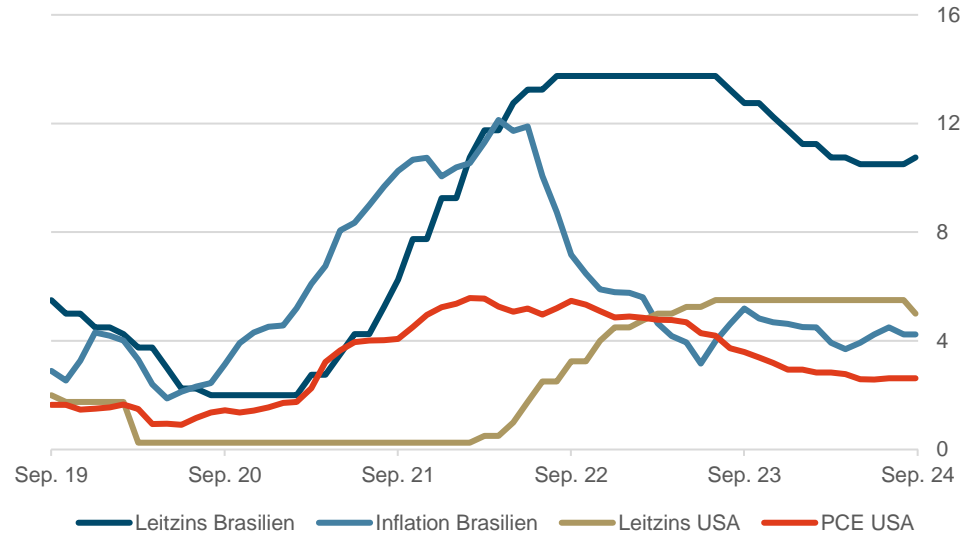
Einkaufsmanagerindex USA: Dienstleistungssektor (3 Jahre)



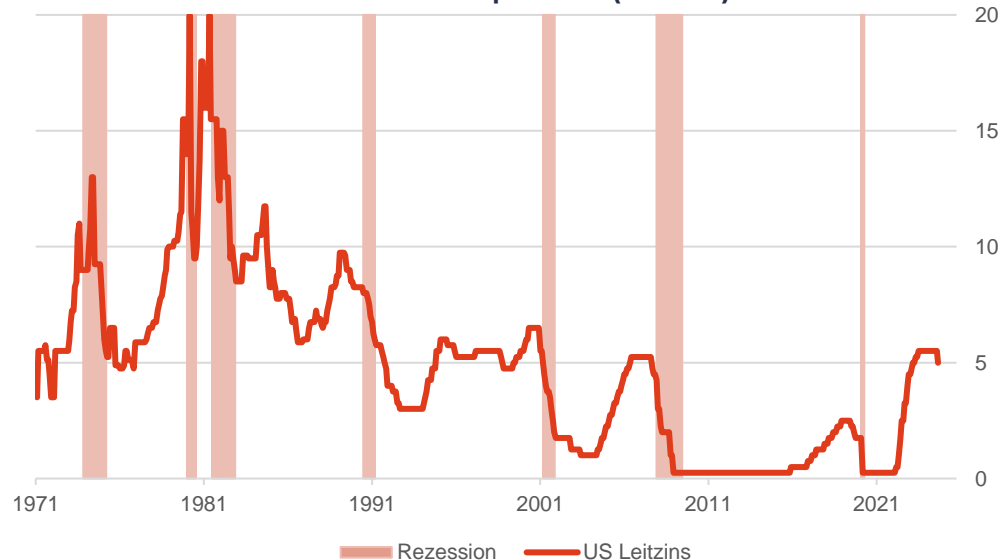
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Geldpolitik

Notenbankentscheide USA und Brasilien (5 Jahre)



Zinsentscheide der Fed und Rezessionsperioden (seit 1971)



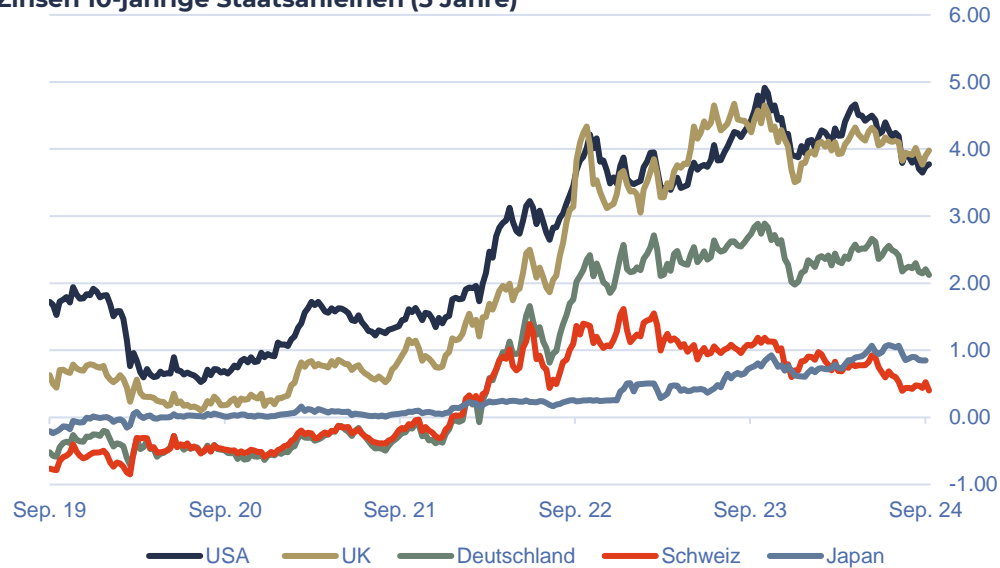
Der Zinssenkungszyklus ist nun auch in den USA eingeleitet worden

- Die Fed hat mit einer aggressiven Zinssenkung um einen halben Prozentpunkt die Marktteilnehmer überrascht. Jerome Powell war anlässlich der Pressekonferenz bemüht die Stärke der amerikanischen Wirtschaft hervorzuheben und Befürchtungen einer Konjunkturschwäche zu zerstreuen. Auch der Arbeitsmarkt sei weiterhin robust, bedürfe nun aber etwas Unterstützung zur Erzielung einer sanften Landung.
- Der ISM-Einkaufsmanager-Index lag in den letzten 20 Monaten wiederholt unter der Marke von 48 Punkten – ein Wert, der historisch die Fed zu Zinssenkungen veranlasst hatte und dessen nun Folge geleistet wird.
- Die Zinssenkung der Fed wurde an den Aktienmärkten positiv aufgenommen, womit eine Wirtschaftserholung vorweggenommen wird, die sich schliesslich aber inflationär auswirken und wiederum zu Zinserhöhungen führen könnte. Der auf den privaten Konsumausgaben basierende PCE-Index hat sich seit Monaten bei rund 2.6% stabilisiert und steigt marginal an.
- Die europäische Zentralbank (EZB) hat den Einlagezinssatz um 25 Basispunkte auf 3.5% und den Hauptfinanzierungssatz sowie den Spitzenfinanzierungssatz um je 60 Basispunkte auf 3.65% resp. 3.9% gesenkt.
- Auch die SNB interveniert mit einer Senkung um 0.25 Prozentpunkte auf 1.0%. Die Inflation fällt auf 1.1% und erlaubt weitere Zinssenkungen. Die Franken-Stärke und die sinkenden Energiekosten führten zu einer Anpassung der Inflationserwartungen für nächstes Jahr auf noch 0.6%. Die SNB erwägt bei Bedarf am Devisenmarkt erneut zu intervenieren.
- Schliesslich kündigte die chinesische PBOC umfassende Massnahmen zur Konjunkturbelebung und Stützung der Immobilien- und Aktienmärkte an.
- Die japanische Notenbank verzichtete im September auf eine Zinserhöhung. Auch auf absehbare Zeit wird mit keiner weiteren Zinserhöhung gerechnet, nachdem die letzte Straffung von Anfang August global zu einer heftigen Marktreaktion geführt hatte.
- Die brasilianische Zentralbank hat anlässlich ihrer letzten Sitzung ihren Leitzins um 0.25 Prozentpunkte auf 10.75% angehoben, nachdem die Inflation seit März wieder ansteigt. Bemerkenswert diesbezüglich ist, dass die Schwellenländer – und damit auch Brasilien – bereits Mitte letzten Jahres den Zinssenkungszyklus eingeleitet hatten und nun ihre Geldpolitik wieder zu straffen beginnen. Nimmt dies den Pfad für die westlichen Notenbanken vorweg?

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

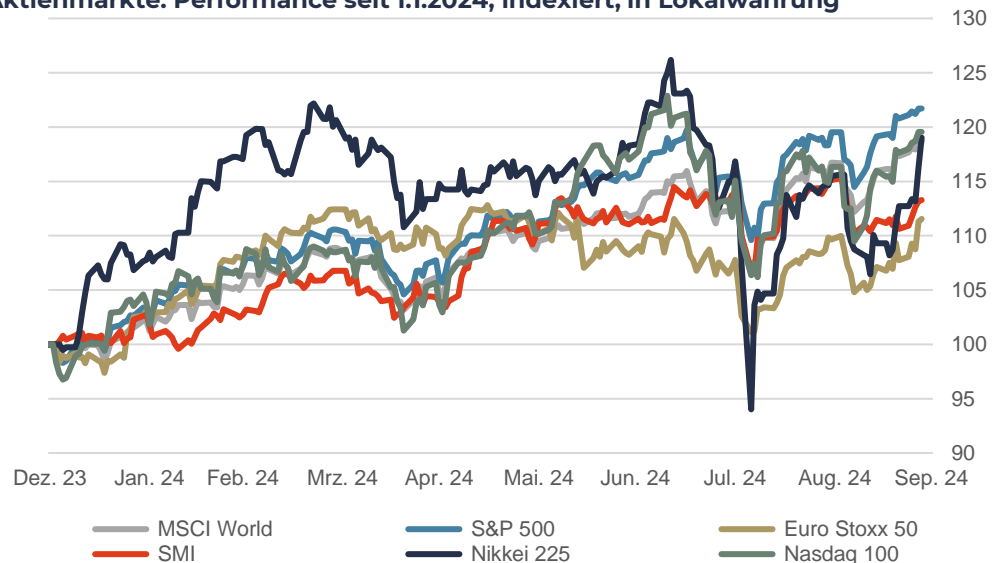
Zinsen 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)



Anleihen: Deutliche Beruhigung

- Nach der heftigen Korrektur anfangs August, welche auch von deutlich erhöhter Volatilität an den Anleihenmärkten begleitet worden war, hat sich die Lage wieder beruhigt. Aktuell liegen die Renditen auf 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei 3.8%, in Deutschland bei 2.2% und in der Schweiz bei 0.4%.
- Beim Blick auf die US-Zinskurve stellen wir fest, dass sich diese nach dem jüngsten FED-Entscheid weiter normalisiert hat. Am kurzen Ende sind die Zinsen gesunken und am langen Ende leicht angestiegen. Die Inversion besteht noch bis zu einer Laufzeit von zwei Jahren und darüber verläuft die Kurve leicht ansteigend. Mit dem Eintreten der am kurzen Ende eingepreisten Leitzinssenkungen wird sich die Normalisierung voraussichtlich fortsetzen.
- Die Rendite von 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen hat sich im Bereich zwischen 0.35% und 0.50% eingependelt und dürfte in absehbarer Zeit seitwärts tendieren.
- Die Zinsaufschläge auf hochverzinslichen und Unternehmensanleihen haben sich kaum verändert. Wir erachten die Anlageklasse weiterhin als nur moderat interessant.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2024, indexiert, in Lokalwährung



Aktien: Erstaunlich schnelle Erholung, aber nicht überall gleich stark

- An den Aktienmärkten wurden die deutlichen Ausschläge «nach unten» erstaunlich schnell korrigiert. Allerdings fand diese Erholung nicht überall gleich stark statt. Der S&P 500 und der Dow Jones Index notieren mittlerweile auf neuen Höchstständen, während der SMI diese Hürde noch nicht erreicht hat.
- Auch beim Sektorenvergleich sind deutliche Divergenzen zu erkennen. So liegen z.B. die bis Ende Juli führenden Chipaktien (Thema künstliche Intelligenz) noch unter ihrem bisherigen Höchstwert. Hingegen wurden in einigen defensiven Sektoren, wie etwa Versorger, neue Rekorde gesetzt.
- Übergeordnet scheint uns die bereits im Laufe des Jahres beobachtete Rotation ihre Fortsetzung zu nehmen. Investoren realisieren Gewinne in den Wachstumssektoren und schichten in defensivere Bereiche des Marktes um.
- Für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte bleiben wir verhalten positiv. Die US-Wahlen stehen vor der Tür und Liquidität ist nach wie vor grosszügig vorhanden. Dennoch ist festzuhalten, dass Wachstumsaktien teilweise sportlich bewertet sind. Rezessionsängste und Sorgen um die geopolitische Lage (Mittlerer Osten, Ukraine) könnten wieder aufkeimen und Märkte herausfordern.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

Euro und Dollar gegen Franken (1 Jahr)



Währungen: Der US-Dollar könnte unter Druck bleiben

- Der US-Dollar hat sich seit Mitte des Jahres zum Schweizer Franken aber auch zum Euro kontinuierlich abgeschwächt und notieren im Vergleich zum Jahresanfang praktisch unverändert.
- Die Zinserhöhung der japanischen Notenbank hat die Zinsdifferenz zum Dollar reduziert, zu einer spürbaren Yen-Aufwertung geführt und eine massive Liquidation von «Carry-Trades» ausgelöst. Der Yen fiel zum Dollar unter den Kurs von 140 und notiert mittlerweile etwas schwächer. Es bleibt abzuwarten, ob und wann der Yen seine traditionelle Rolle als «Funding Currency» wieder einnehmen kann.
- Der EUR/CHF-Wechselkurs steht gegenwärtig bei rund 0.94. Die Zinssenkung der SNB um 0.25% war zu guten Teilen bereits eingepreist und verursachte wenig Volatilität.
- Aufgrund der Zinskonstellationen sowie der unterschiedlichen Pfade bei den Zinssenkungen gehen wir davon aus, dass der US-Dollar tendenziell eher unter Druck bleiben wird.

Gold in \$ pro Unze (3 Jahre)



Gold: Ein Rekord nach dem anderen

- Der Preis für eine Unze Gold befindet sich weiter im Steigflug und hat mit USD 2'700 pro Unze einen neuen Rekordwert erreicht. Auch gegenüber dem CHF hat der Kilopreis mit über CHF 72'500 eine neue Bestmarke gesetzt.
- Seit April kann die erfreuliche Performance sehr gut mit den schwächelnden US-Dollar und den darauf fallenden Realzinsen erklärt werden.
- Langfristig ist der wohl wichtigste Treiber die stetig steigende Verschuldung auf allen Ebenen. Die sich verstärkenden fiskalischen Eingriffe der Staaten, aber auch die offensichtlich diesen Eingriffen zudienenden Zentralbanken (siehe z.B. PBOC) wirken zunehmend inflationär. Dies bedeutet eine schleichende Entwertung der Währungen und treibt somit die Nachfrage nach Realwerten.
- Darüber hinaus spielt die angespannte geopolitische Lage eine bedeutende Rolle als Kurstreiber für Gold. In unsicheren Zeiten suchen Investoren traditionell nach sicheren Häfen, und Edelmetalle erfüllen diese Funktion.
- Aus diesen Gründen halten wir an Gold als wichtigen strategischen Portfoliobaustein fest.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen und der in diesem Dokument enthaltenen Informationen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig Informations- und Werbezwecken. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.