

AIP MONITOR 8/2024

DEN PULS DER MÄRKTE SPÜREN

Fotografie von Urs Lysser

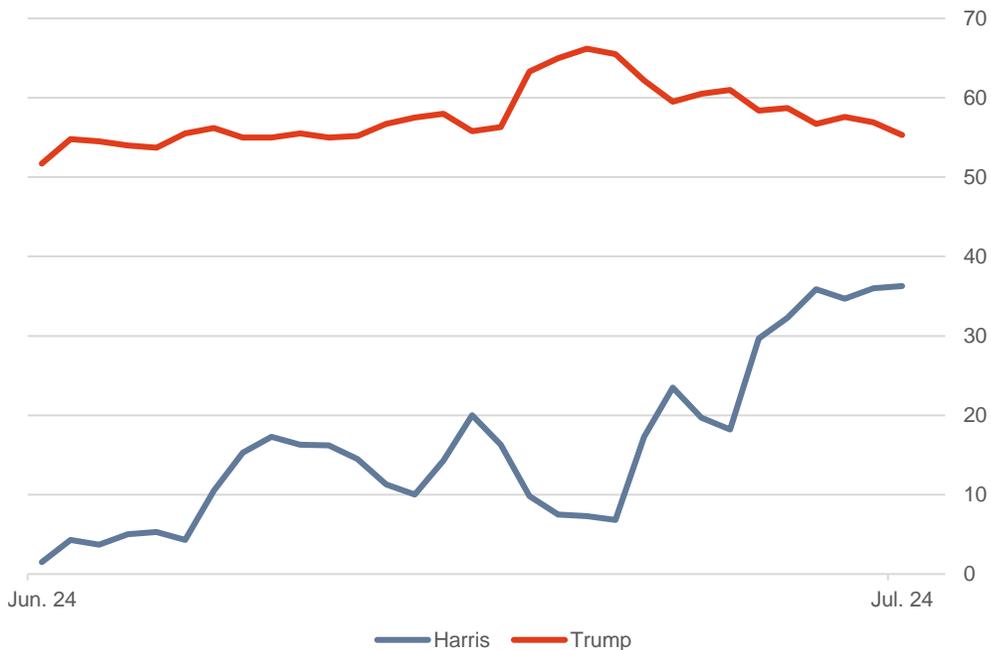
AIP AMBASSADOR
INVESTMENT
PARTNER

Executive Summary

- Der Rückzug Bidens aus dem Rennen um die Präsidentschaft stellt die Republikaner vor eine Herausforderung. Das Rennen ist neu lanciert.
- Die amerikanische Wirtschaft überzeugt weiter mit erfreulichen Wachstumsraten, während die Erholung in Europa eine Pause einlegt. Wir gehen aber auch hier in der zweiten Jahreshälfte von einer konjunkturellen Belebung aus.
- Dieser Aufschwung dürfte nicht zuletzt von den erwarteten Zinssenkungen – insbesondere auch der Fed – getragen werden. Dabei rückt das Inflationsziel von 2% in den Hintergrund. Es dürfte ausreichen, dieses Ziel in absehbarer Zeit bis 2025 erreichen zu können.

- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Märkte tendieren weiter seitwärts. Im Hinblick auf eine weitere Lockerung der Geldpolitik erwarten wir aber tiefere Sätze.
- Die Berichtssaison ist in vollem Gange und eine Rotation aus der eher teuer bewerteten Technologie in den vernachlässigten Small/Mid-Sektor zeichnet sich ab.
- Der US-Dollar kommt unter Druck. Einerseits interveniert die BOJ mit Dollar-Verkäufen erfolgreich. Andererseits dürfte auch die im September erwartete Zinssenkung der Fed zur Dollar-Schwäche beitragen.
- Der Goldpreis hat ein neues Allzeithöchst bei USD 2'483 pro Unze erreicht, notiert nun aber wieder in der alten Preisspanne von USD 2'280 bis 2'450. Der Aufwärtstrend ist intakt und wir halten an unserer Position fest.

Trump vs. Harris: Implizite Wahrscheinlichkeit der Wettanbieter



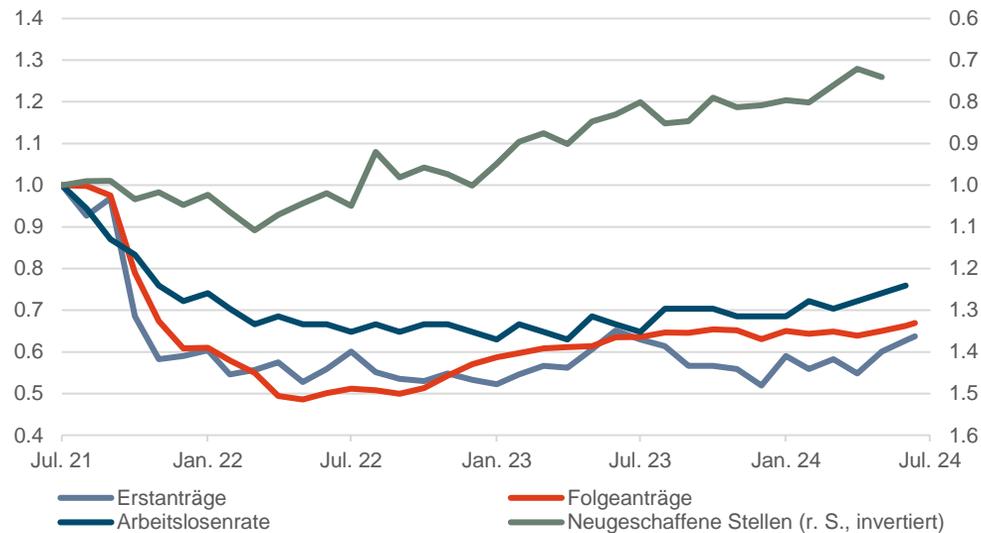
Quelle: RealClearPolitics, Betting Average

Biden zieht sich aus dem Rennen um die Präsidentschaft zurück

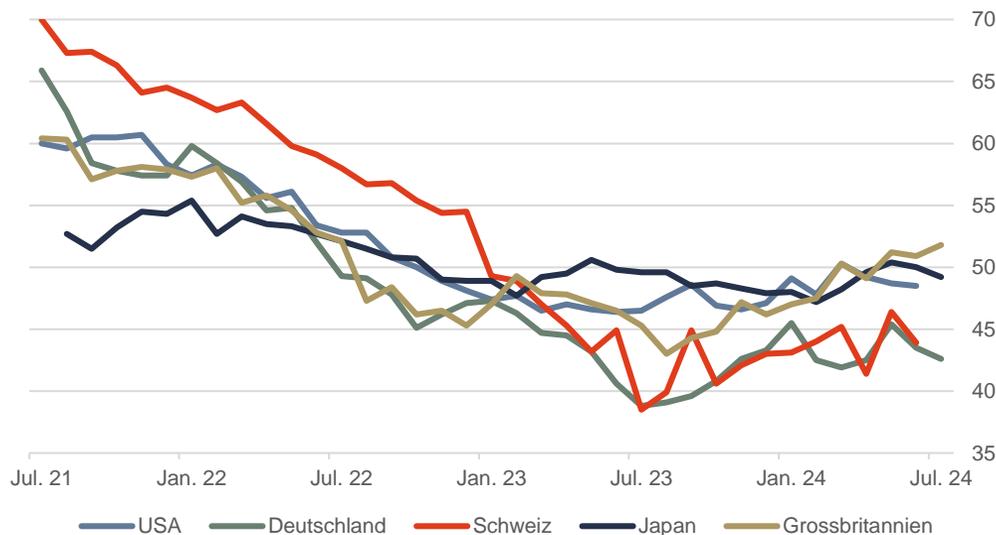
- Der amtierende Präsident Joe Biden zieht sich aus dem Rennen um die Präsidentschaft zurück und portiert seine Vize-Präsidentin Kamala Harris als seine Nachfolgerin.
- Die wichtigsten Aushängeschilder der demokratischen Partei sowie zahlreiche Geldgeber stellen sich hinter die aktuelle Vizepräsidentin. Im Nachgang zur Bekanntgabe der Nominierung von Harris wurden innert 24 Stunden über USD 50 Mio. zusätzliche Spendengelder zugesagt, was innert einer Woche auf über USD 200 Mio. anstieg.
- Auch potenzielle parteiinterne Konkurrenten hatten umgehend bekanntgegeben, nicht zur Verfügung zu stehen und haben den Weg für Kamala Harris geebnet. Einer Wahl zur Präsidentschaftskandidatin dürfte demnach nichts im Wege stehen. Der Entscheid soll bis zum 7. August getroffen werden – vor dem offiziellen Parteitag vom 19. – 22. August.
- Offen bleibt vorerst, ob oder wann Joe Biden vollständig von den Amtsgeschäften zurücktritt.
- Die Republikaner müssen sich nun auf die veränderten Bedingungen einstellen. Kamala Harris kann als junge Frau mit Migrationshintergrund grosse Wählergruppen für sich gewinnen. Die «weisse Arbeiterschicht» kann durch die gezielte Wahl eines weissen, männlichen Vize-Präsidenten erreicht werden. Im Umkehrschluss spielt nun das Alter von Donald Trump ganz klar gegen ihn. Unklar ist, ob die USA für eine weibliche Präsidentin bereit sind.
- Es darf erwartet werden, dass sich die Rhetorik der Republikaner gegen Harris verschärfen wird. Das Rennen ist neu lanciert und Trump gefordert.

Konjunktur

Arbeitsmarkt USA, indexierte Daten (3 Jahre)



Einkaufsmanagerindizes verarbeitendes Gewerbe (3 Jahre)



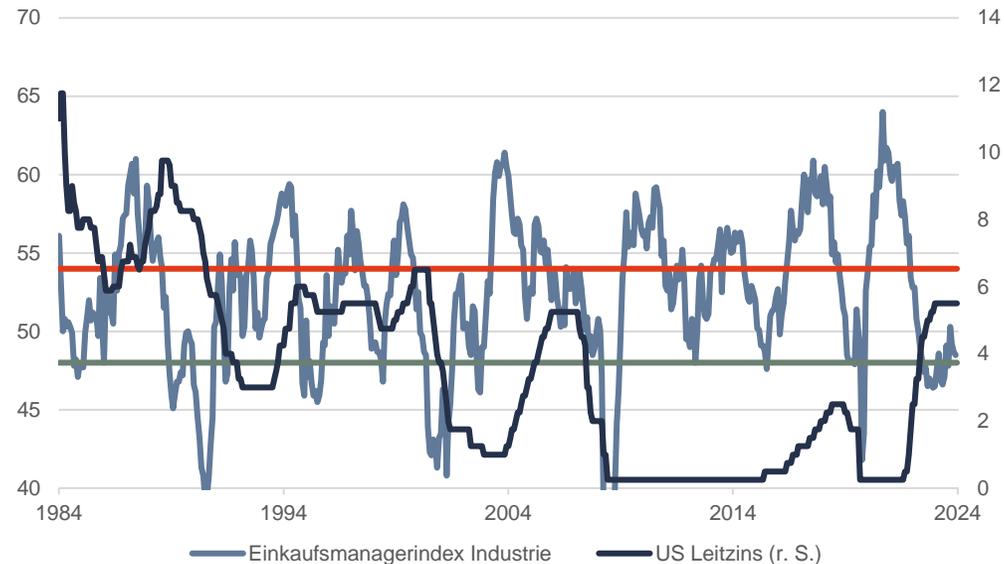
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Die US-Wirtschaft läuft weiter - die Erholung in Europa legt eine Pause ein

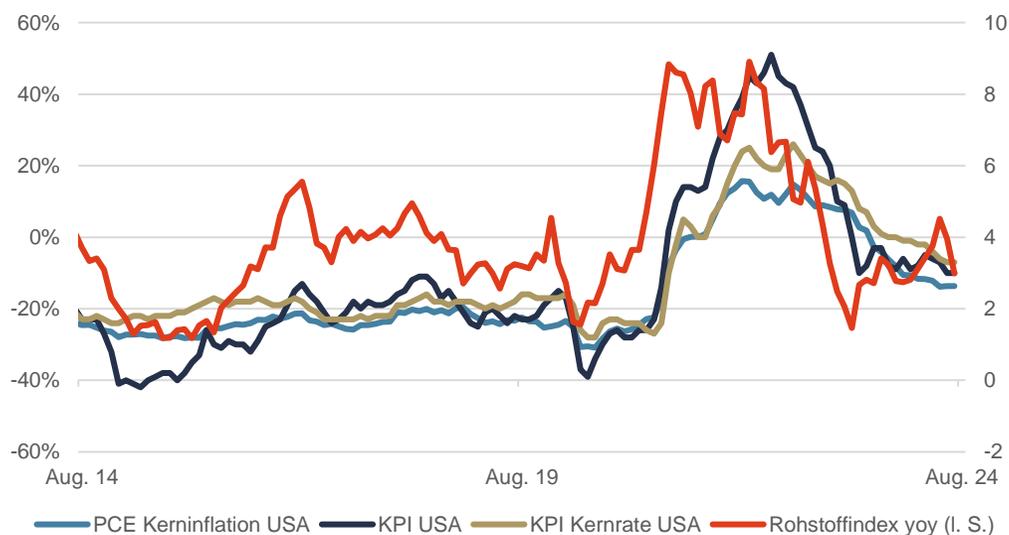
- Die Geldpolitik der Fed ist gemäss einer Umfrage der Bank of America bei den Fondsmanagern so restriktiv wie seit 2008 nicht mehr und hinterlässt Spuren einer konjunkturellen Abkühlung. Seit den Nach-Pandemie-Tiefständen im ersten Quartal 2023 von 3.4% steigt die Arbeitslosenrate stetig auf nunmehr 4.1%, die Dynamik der neu geschaffenen Stellen nimmt seit Mitte 2022 ab, der Lohndruck fällt ebenfalls seit Mitte 2022 und Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung steigen seit Anfang des Jahres an.
- Das nicht annualisierte Wachstum gegenüber dem Vorquartal schwächt sich seit September 2023 von 1.2% auf 0.4% im ersten Quartal ab. Im zweiten Quartal beschleunigt es sich erfreulich und liegt mit 0.7% (annualisiert 2.8%) auch deutlich über den Erwartungen. Der Konsument scheint weiter in Stimmung zu sein. Konjunkturpakete wie der «Inflation Reduction Act» tragen ihrerseits zum Wachstum bei. Im Hinblick auf die zweite Jahreshälfte darf auf der Basis der Datenreihe der letzten 30 Jahre saisonal sogar mit einer Beschleunigung gerechnet werden.
- Der positive Impuls aus den USA dürfte sich auch günstig auf eine konjunkturelle Belebung in Europa auswirken. Vorerst fallen die Zahlen aber enttäuschend aus.
- In der Eurozone fallen die Einkaufsmanagerindizes sowohl in der Dienstleistung wie auch im verarbeitenden Gewerbe. Die wirtschaftlichen Schwergewichte Deutschland und Frankreich tragen übermässig dazu bei. Die ifo-Umfragewerte für Deutschland wie auch die Stimmung der Unternehmen in Frankreich haben sich im Juli verschlechtert. Weil das GfK Konsumentenvertrauen in Deutschland weiter steigt, relativieren wir die Abkühlungszeichen der deutschen Wirtschaft vorerst und legen unser Augenmerk auf die weitere Entwicklung und erwarten eine Erholung.
- Der konjunkturellen Schwäche begegnen einige Zentralbanken zunehmend vor Erreichen ihres 2%-Inflationszieles mit Zinssenkungen und haben weiteren Handlungsspielraum zur Lockerung der Rahmenbedingungen.
- Die Konjunkturforschungsstelle der ETH wies jüngst auf einen Rückgang der offenen Stellen in der Schweiz hin. Der Fachkräftemangel in gewissen Branchen bleibt hingegen bestehen. Das Konjunkturbarometer sendet weiterhin positive Signale und weist auf eine gemächliche Erholung hin.
- Der konjunkturelle Aufschwung in der Eurozone und der Schweiz darf auch im Zusammenhang mit den bereits leicht gesenkten Leitzinsen der beiden Notenbanken gesehen werden, die sowohl Investitionen, die Konsumausgaben wie auch die Bautätigkeit begünstigen.

Geldpolitik

Einkaufsmanagerindex ISM Mfg als Indikator für Leitzinssenkungen (40 Jahre)



Inflationsraten und Rohstoffpreise Jahresveränderung in % (10 Jahre)



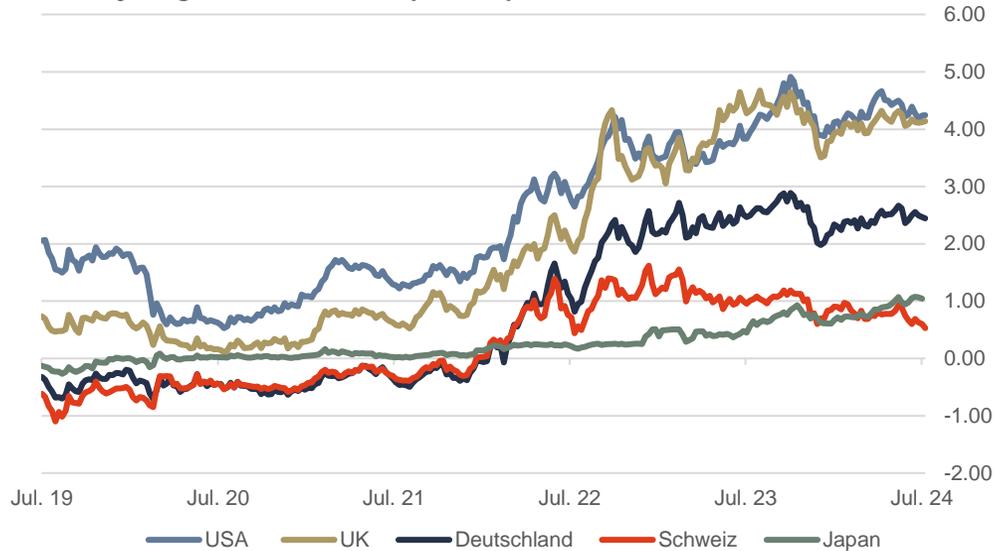
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Weitere Zinssenkungen werden erwartet

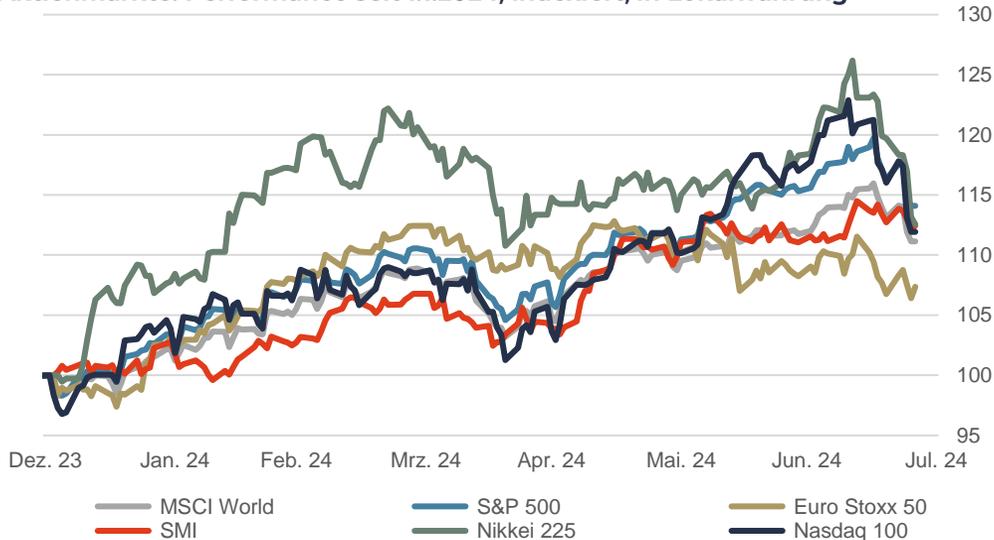
- Die Notenbanken verpflichten sich unmissverständlich den Wirtschaftsdaten als zentrale Einflussgrößen für die Steuerung ihrer Geldpolitik und demonstrieren ihre Unabhängigkeit von politisch motivierten Forderungen.
- Die EZB hat nach einer Zinssenkung Anfang Juni an der Sitzung vom 18. Juli eine Pause eingelegt. Der inländische Preisdruck aus den Bereichen Dienstleistung und Wohnen fällt deutlich, leistet aber mit 3.7% weiterhin einen erheblichen Beitrag zur Gesamtinflation, sollte sich aber nicht zuletzt angesichts der sinkenden Zinsen weiter zurückbilden. Die Finanzierungsbedingungen bleiben trotz Zinssenkung restriktiv.
- Die EZB-Ökonomen prognostizieren für 2025 das Erreichen des 2%-Inflationsziels. Bis Ende Jahr wird mindestens mit einer weiteren Zinssenkung gerechnet und weitere dürften im nächsten Jahr folgen. Ein solcher Entscheid wird positive Impulse für die Wirtschaft und die Kapitalmärkte haben.
- Die SNB hat angesichts der tiefen Inflation und des bescheidenen Wachstums den Spielraum für die Lockerung der Geldpolitik genutzt. Ein letzter Zinsschritt wird allenfalls bereits im September erwartet, wobei das tiefe absolute Zinsniveau weitere Reduktionen begrenzt.
- Der PCE-Preisindex, das bevorzugte Instrument zur Messung der Inflation der Fed, steigt auf Jahressicht um 2.9% nach 3.7% im Vormonat und verpasst den Erwartungswert von 2.7%. Jerome Powell gab sich bereits zuvor in einem Interview zuversichtlich, dass sich die Inflation auf dem Zielkurs von 2% befindet und sich damit die Möglichkeit für Zinssenkungen eröffnet. Ein erster Schritt wird für den 18. September erwartet und ein zweiter bis Ende Jahr.
- Im Weiteren haben auch die Notenbanken von Schweden und Kanada ihre Leitzinsen bereits gesenkt. In Schweden sinkt die Inflation rasant und droht nach unten auszubrechen.
- Fehlende politische Massnahmen zur Stützung der Wirtschaft veranlasst die chinesische Zentralbank innert weniger Tage, die Zinsen auf mehreren Referenzzinssätzen teilweise auf Allzeit-Tiefs zu senken. Die Bedingungen für die Vergabe von Krediten befand sich zuvor auf einem Fünfjahrestief.
- Die japanische Zentralbank interveniert seit Anfang Juli erfolgreich gegen die Abwertung des Yen. Die von der BOJ erwarteten Zinserhöhungen fallen nun zusammen mit wahrscheinlicheren Zinssenkungen in den USA. Die wiederholten und massiven Dollar-Verkäufe der BOJ haben zu einem technischen Trendbruch geführt und zu einer Aufwertung des Yen um rund 6%.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)



Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2024, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen: Renditen weiterhin im Seitwärtstrend

- Die zu Jahresbeginn gehegten Zinssenkungshoffnungen wurden bisher von den meisten Notenbanken noch nicht erfüllt. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen rechtfertigen auch weiterhin eine restriktive Geldpolitik. Insbesondere die Inflationsraten auf Jahresbasis sind mit Ausnahme der Schweiz noch nicht auf Zielkurs. Dies dürfte sich nun aber ändern. Neben den Notenbanken von Kanada, Schweden, China, der Eurozone und der Schweiz dürften bis Ende Jahr weitere Zentralbanken ihre Geldpolitik lockern. Entsprechend erwarten wir leicht sinkende Rendite über die kommenden Monate mit steigenden Kursen.
- Renditen auf 10-jährigen Staatsanleihen von 4.2% in den USA und 2.5% auf deutschen Staatspapieren erachten wir weiterhin als attraktiv. In der Schweiz liegt dieser Satz bei rund 0.55% und resultiert bereits wieder in einer negativen Realverzinsung. Im Hinblick auf eine lockerere Geldpolitik bietet sich die Gelegenheit für eine Erhöhung der Duration.
- Die Zinsaufschläge auf hochverzinslichen und Unternehmensanleihen befinden sich auf historisch tiefen Niveaus und indizieren wenig Stress an den Märkten.

Style-Rotation zugunsten Small/Mid

- Die Berichtssaison ist in vollem Gange und trennt die Spreu vom Weizen. Die Gewinnerwartungen sind hoch angesetzt und Enttäuschungen oder ein getrübtter Ausblick ziehen Gewinnmitnahmen nach sich. In der Summe werden die Erwartungen aber mehrheitlich übertroffen.
- Für den S&P 500 wird bis 2025 mit steigenden Gewinnen gerechnet, wobei das Momentum vorwiegend ausserhalb der Technologie erwartet wird.
- Auch in Europa verbessern sich die Gewinnaussichten für 2024 und 2025 dank einer sich abzeichnenden Konjunkturbelebung und weiteren erwarteten geldpolitischen Impulsen.
- Vom konjunkturellen Aufschwung und den sinkenden Zinsen profitieren vor allem kleinkapitalisierte Unternehmen. So kam es in den letzten Tagen bereits zu einer Umschichtung aus dem eher teuer bewerteten Technologiesektor.
- Die Kursentwicklung zwischen Russell 2000, den kleinkapitalisierten Unternehmen in den USA, und dem technologieelastigen Nasdaq verlief gegenläufig. Die Differenz der Tagesschwankungen in diesen Indizes war auffällig hoch und mahnt zur Vorsicht.
- Wir bleiben investiert - aber wachsam.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

Euro und Dollar gegen Franken (1 Jahr)



Gold in \$ pro Unze, 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen: US-Dollar kommt unter Druck

- Der handelsgewichtete Dollar-Index bewegt sich seit vier Monaten in einer sehr engen Bandbreite von 104.0 bis 106.5 Indexpunkten, notiert aber seit Jahresbeginn rund 3% fester. Dies widerspiegelt die veränderten Zinserwartungen in den USA und die für den Dollar stützende hohe Zinsdifferenz. Unter anderem aufgrund der Interventionen der BOJ notiert der Dollar schwächer.
- Der Franken/Euro-Kurs war in den ersten fünf Monaten des Jahres durch den hohen und sich sogar noch ausweitenden Zins-Spreads des Währungspaares geprägt und resultierte in einer Abwertung des Frankens von 0.93 auf 0.99 CHF/EUR. Im Juni zog die EZB mit der SNB bezüglich Zinssenkungen gleich, worauf sich der Franken leicht aufwerten konnte.
- Ähnlich verläuft der Franken/Dollar-Kurs. Nach einer Erstarkung des Dollar von Januar bis April um über 10%, kam es zu einer Erholung in die Mitte der zuvor etablierten Handelsspanne von 0.84 bis 0.92 CHF/USD.
- Aufgrund der erwarteten geldpolitischen Angleichung der wesentlichen Zentralbanken rechnen wir mit weniger Volatilität und einer leichten Aufwertung des Frankens aufgrund der strukturellen Vorteile.

Gold: Aufwärtstrend intakt

- Seit der Ankündigung der chinesischen Zentralbank ihre Goldkäufe seit April ausgesetzt zu haben, hat der Unzen-Kurs in einer engen Bandbreite zwischen USD 2'280 und 2'450 gehandelt. Mitte Juli verzeichnete das Edelmetall einen neuerlichen Ausbruch auf über USD 2'480 und konsolidiert nun, ohne den langfristig positiven Trend zu verletzen.
- Rund 75% des jährlichen Bedarfs wird durch die Goldförderung aus Minen gedeckt. China, Australien, Russland und Nordamerika sind die grössten Förderländer, woraus sich ein nicht zu vernachlässigendes geopolitisches Risiko ergibt. Auch nach der Wiedergewinnung von Gold aus Recycling bleibt eine Angebotslücke, die preisstützend wirkt.
- Seit der Jahrtausendwende stiegen die Produktionskosten pro Unze von rund USD 300 auf über 1'350, was unprofitable Minen aus dem Markt drängt und somit das Angebot weiter sinken dürfte. Der Anstieg der Produktionskosten wurde Pandemie-bedingt noch beschleunigt.
- Die Nachfrage ist fragmentierter und schwankungsanfälliger als die Angebots-seite. Sie stammt aus der Schmuckherstellung, Technologie, von Zentralbanken und Investoren. Während der Retail-Investor aktuell eher als Verkäufer auftritt, nehmen die Zentralbanken - vorwiegend aus Schwellenländern - bereitwillig die Gegenposition zur Diversifizierung ihrer Dollar-Reserven ein.
- Wir halten an Gold als strategischen Diversifikationsbaustein fest.

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 Tätigung 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.