

Executive Summary

- Die enttäuschenden Arbeitsmarktdaten aus den USA haben Rezessionsängste aufkommen lassen. Einzelne Indikatoren stützen diese Einschätzung, auch wenn offiziell noch keine Rezession ausgerufen wurde.
- Die Revision der Arbeitsmarktdaten in den USA hat nicht dazu beigetragen, ein positiveres Bild zu zeichnen. Dennoch bleiben die Aussichten für das zweite Halbjahr und unsere Einschätzung zuversichtlich.
- Die restriktive Geldpolitik der westlichen Zentralbanken wirkt nun bremsend. Von der Fed wird nach Jahren der Zurückhaltung nun mit einer ersten Zinssenkung und von der EZB sowie der SNB mit der Fortsetzung der Lockerungen gerechnet. Hiervon sind positive Impulse zu erwarten.



Fokusthema

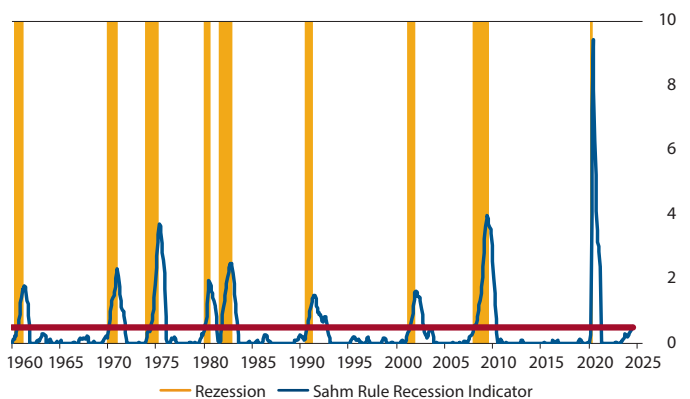
Rezessionsorgen in den USA steigen

- Die enttäuschenden Arbeitsmarktdaten ausserhalb der Landwirtschaft für den Juli haben die Rezessionsängste in den USA wieder aufleben lassen. Allerdings waren die Daten durch die Unwetter im Südosten der USA stark verzerrt.
- Die Renditen von US-Staatsanleihen reagierten auf diese Nachricht heftig und fielen über die gesamte Zinskurve um rund 20 bis 30 Basispunkte.
- Von der US-Notenbank Fed werden bis Ende Jahr Zinssenkungen von 100 Basispunkten erwartet. Sollten die nächsten Arbeitsmarktdaten die wetterbedingten Ausreisser kompensieren, dürften diese Hoffnungen übertrieben sein und entsprechende Marktreaktionen nach sich ziehen.
- Die Geldpolitik der Fed ist restriktiv und liefert nun erste Anzeichen einer Abkühlung der Wirtschaft wie auch des Arbeitsmarktes. Der auf Arbeitsmarktdaten basierende Rezessionsindikator der Ökonomin Claudia Sahm hat mit der Arbeitslosenquote für den Monat Juli die Schwelle für ein Rezessionssignal überschritten. Der 3-Monats-Durchschnitt wird mit dem Tiefstwert der letzten zwölf Monate verglichen. Übersteigt die Differenz den Wert von 0,5, liegt ein Signal vor.
- Offiziell entscheidet in den USA das National Bureau of Economic Research (NBER), wann sich die Wirtschaft in einer Rezession befindet, was in der Regel um einige Monate rückwirkend geschieht und in der Vergangenheit zeitlich vor das

Signal der Sahm Rule gelegt wurde. Demnach würde sich die US-Wirtschaft bereits in einer Rezession befinden.

- Das NBER stützt seine Entscheidung auf sechs komplementäre Parameter, die in ihrer Summe noch kein Rezessionssignal liefern.

Sahm Rule Rezessionsindikator (seit 1960)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

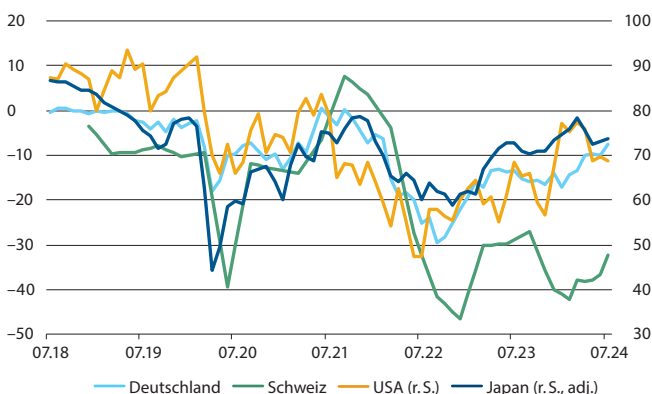
Bremsspuren der restriktiven Geldpolitik

- Das Bruttoinlandprodukt der USA ist im zweiten Quartal um 0,8% gewachsen. Bei einem erwarteten Jahreswachstum von 2,3% zeichnet sich in der zweiten Jahreshälfte ein etwas schwächerer Wachstumsbeitrag von rund 1% ab.
- Die Einzelhandelsumsätze sind im Juli mit 1% deutlich stärker als erwartet gestiegen und stellen einen erfreulichen Start in die zweite Jahreshälfte dar.
- Die Anzahl der in den letzten 12 Monaten neu geschaffenen Stellen wurde vom Bureau of Labour Statistics (BLS) um 818'000 auf 2,1 Mio. revidiert. Die US-Wirtschaft präsentiert sich damit weniger robust als gedacht und begünstigt eine Lockerung der Geldpolitik.
- In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich die Konjunktur aufgrund der weiterhin restriktiven Geldpolitik weltweit weiter abschwächen. Die USA bleiben jedoch die dynamischste Region.
- Das NBER berücksichtigt für die Definition einer Rezession die Tiefe, Breite und Dauer der Veränderung der wirtschaftlichen Aktivität. Üblicherweise erfordert dies einen signifikanten Rückgang, der mehrere Monate andauert und sich über die gesamte Wirtschaft erstreckt. Zumindest der robuste Dienstleistungssektor verhindert dies derzeit.
- Die erwarteten Zinssenkungen der führenden westlichen Notenbanken verbessern zwar das konjunkturelle Umfeld,

die Geldpolitik bleibt aber zunächst restriktiv. Weitere Schritte dürften folgen.

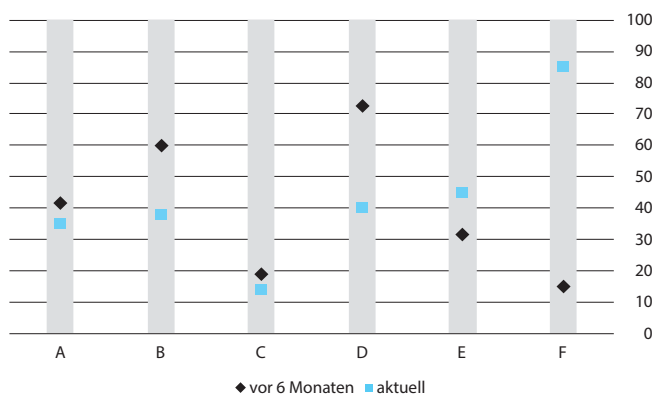
- Deutschland, die führende Volkswirtschaft der Eurozone, schrumpft im zweiten Quartal leicht und die EU harmonisierte Inflation zog auf 2,6% an. Hingegen verbreiten die Vorlauf- und Stimmungsindikatoren aus der Eurozone Optimismus.
- Der Schweizer Wirtschaft fehlen die erhofften Impulse aus dem Aussenhandel. Die Exporte gingen im Juli um 1,8% zurück. Mittlerweile sind die USA zum wichtigsten Handelspartner aufgestiegen.
- Das verarbeitende Gewerbe leidet unter der Exportflaute und kann in der Juli-Umfrage nicht mit einer Erholung überzeugen. Der seit Monaten sehr volatile Index für den Dienstleistungssektor enttäuscht mit einem schwachen Wert von 44,7 Punkten.
- In Japan ist die Wirtschaft im zweiten Quartal um 0,8% gegenüber dem Vorquartal gewachsen und auch das Lohnwachstum hat sich auf 4,5% beschleunigt. Letzteres dürfte die Wachstumsdynamik aufrechterhalten.
- Trotz der gestiegenen Rezessionsängste bleibt unser Basis-szenario global das einer «sanften Landung», gestützt auf die erwarteten Zinssenkungen und die ansprechenden Signale aus dem privaten Konsum.

Konsumentenstimmung (6 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Determinanten des NBER zur Bestimmung einer Rezession



Quelle: Bloomberg Finance L.P., JPMorgan Asset Management, fuw.ch

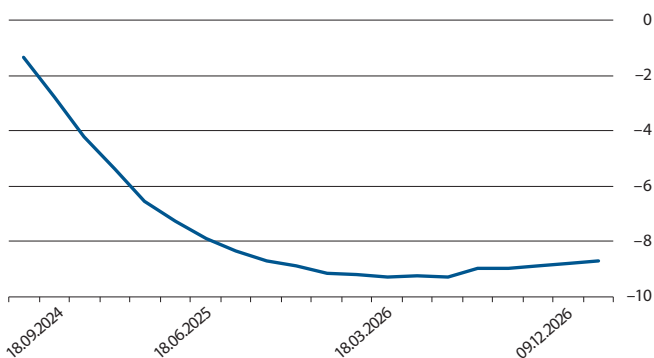
Weitere Zinssenkungen werden erwartet

- Die schwächeren Arbeitsmarktdaten in den USA sind zusätzlich von einem sinkenden Lohnwachstum begleitet. Entsprechend geht der Lohndruck zurück und der Fokus der Fed schwenkt nun von der Inflationsbekämpfung auf das Beschäftigungsziel. Nach den rückwirkenden Anpassungen der Arbeitsmarktdaten durch das BLS droht die Fed mit ihrer restriktiven Geldpolitik hinter die Konjunktorentwicklung zurückzufallen.
- Die Zentralbank dürfte ihren Referenzsatz erstmals seit März 2020 wieder um 25 Basispunkte senken, was auch die Fed Fund Futures implizieren. Ein grösserer Schritt würde die Kapitalmärkte wohl eher verunsichern. Bis zum Jahresende sind 100 Basispunkte an Zinssenkungen eingepreist.
- Nichtsdestotrotz deutet die Preisentwicklung einiger Indizes (Erzeugerpreise, ISM bezahlte Preise) auf einen anhaltenden und sogar steigenden Preisdruck hin. Sollten die nächsten Konjunkturdaten wieder besser ausfallen, könnte die Zinshoffnung auch schnell wieder schwinden.
- Der Ende September zurücktretende SNB-Chef Thomas Jordan führt die tiefe Inflation in der Schweiz auf den starken Franken zurück. Der Kauf von Fremdwährungen wurde 2022 rechtzeitig gestoppt und bildete die Grundlage für die Aufwertung. Die niedrige Teuerung und die Frankenstärke erlaubten es der SNB, ihre Geldpolitik früher als alle anderen

westlichen Zentralbanken zu lockern und die Rahmenbedingungen für die hiesigen Unternehmen im Aussenhandel zu verbessern. Für die letzte Notenbanksitzung unter dem scheidenden Präsidenten ist mit einer weiteren Zinssenkung um 25 Basispunkte zu rechnen – diese Erwartung wird auch durch die 3M-Saron-Zinsen gestützt.

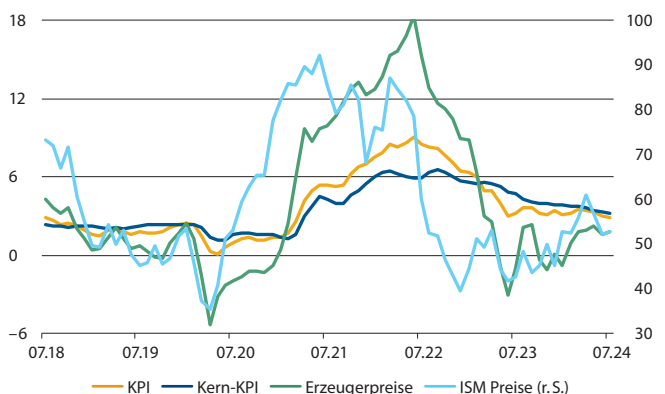
- Von der EZB wird nach einer Pause im Juli wieder eine Zinssenkung erwartet.
- Die BOJ hat mit ihrer Zinserhöhung um 0,15% auf 0,25% eine Wende in der über drei Jahre andauernde Yen-Abwertung herbeigeführt und die Kapitalmärkte massiv verunsichert. Zinsdifferenzgeschäfte wurden in hohem Volumen aufgelöst wie auch die daraus resultierenden Investitionen. Mitglieder der Notenbank waren im Anschluss versucht, die Wogen verbal zu glätten.
- Nach den von der BOJ verursachten Turbulenzen dürften die Exponenten der verschiedenen Notenbanken nun bemüht sein, die Märkte zu beruhigen.
- Die mit Spannung erwartete Rede von Jerome Powell am Jackson Hole Symposium brachte die erhofften beruhigenden Worte: Arbeitsmarkt und Inflation normalisieren sich und die Fed ist bereit für Zinssenkungen. Konkrete Aussagen zum zeitlichen Fahrplan liess Jerome Powell hingegen offen.

Erwartete Zinsschritte der Fed (Fed Fund Rates)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Preisindikatoren Jahresveränderung in % (6 Jahre)



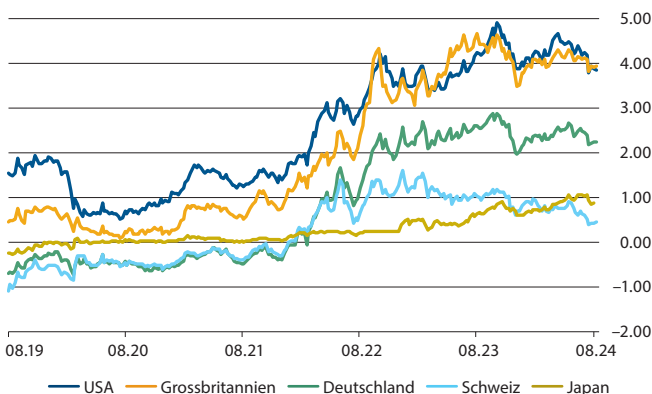
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Heftige Ausschläge

- Die heftige Korrektur anfangs August in allen «plötzlich» miteinander korrelierenden Risikoanlangen (Aktien, Kryptos, Öl, Metalle, Rohstoffe) wurde durch die BOJ ausgelöst. Die Ankündigung einer politisch motivierten Zinserhöhung um 0,15% und die darauffolgende noch stärkere Abschwächung des USD zum Yen führte zur massenhaften Auflösung von sogenannten Carry-Trades. In solchen Zinsdifferenzgeschäften verschulden sich Marktteilnehmer (hauptsächlich Hedgefonds) in einer Tiefzinswährung (Yen) und legen in höher verzinsten Währungen (z.B. US-Dollar) an.
- Als Folge der plötzlichen Nachfrage nach «sicheren Häfen» gaben die Renditen auf 10-jährigen Staatsanleihen deutlich nach. In den USA fielen die Zinsen auf 3,65% (aktuell 3,8%), 2,1% in Deutschland (2,2%) und 0,32% in der Schweiz (0,4%). Gleichzeitig schoss die Volatilität in die Höhe, hat sich aber mittlerweile auch wieder abgeschwächt.
- Die Zinsaufschläge auf hochverzinslichen und Unternehmensanleihen nahmen für das Ausmass der Korrektur eigentlich nur moderat zu und befinden sich aktuell auch wieder auf den Niveaus vor der Korrektur.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)

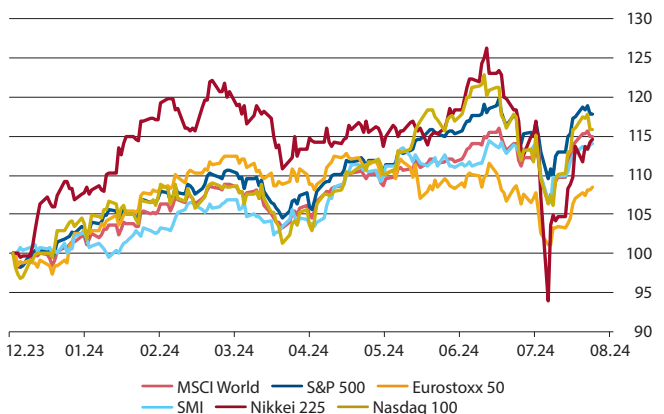


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: Brutaler Mini-Crash

- An den Aktienmärkten schlug sich diese Kurskorrektur, die durch etwas schwächere US-Arbeitsmarktdaten noch verschärft wurde, in deutlichen Abschlügen nieder. Am stärksten betroffen war der Nikkei-Index, der zwischenzeitlich über 20% verlor. In den übrigen Märkten fielen die Abschlüge geringer aus, aber auch der als «sicher» geltende SMI verlor rund 7%. Dies mitunter aufgrund der vorübergehenden Stärke des Schweizer Franken.
- Nachdem die BOJ den angerichteten Schaden erkannt hatte, ruderte sie am Folgetag zurück und stellte in Aussicht, keine weiteren Zinserhöhungen vorzunehmen, falls die Märkte «unruhig» würden. Mit dieser Nachricht beruhigten sich die Märkte allgemein und die Volatilität ging deutlich zurück. Mittlerweile haben die Bullen bereits das Ruder übernommen und die Scharten der Korrektur sind zum Teil wieder ausgemerzt.
- Für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte bleiben wir verhalten positiv. Dabei darf nicht vergessen werden, dass die US-Wahlen vor der Tür stehen. Historisch betrachtet korrigieren die Märkte frühestens nach den Wahlen. Dennoch ist festzuhalten, dass Aktien nach wie vor sportlich bewertet sind. Rezessionsängste können jederzeit aufflammen und auch die angespannte geopolitische Lage (Mittlerer Osten, Ukraine, Taiwan) ist zu erwähnen. Eine Eskalation an einem dieser Schauplätze dürfte zu Kursrückschlägen führen.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2024, indexiert, in Lokalwährung



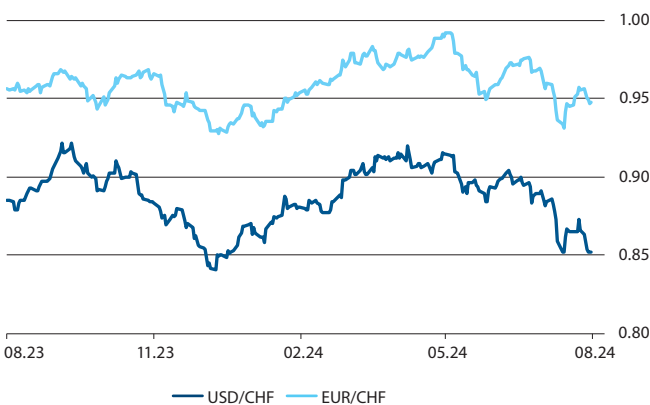
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Währungen: Zurück auf Feld 1

- Der US-Dollar hat sich seit Mitte des Jahres kontinuierlich abgeschwächt und notiert nun fast wieder auf dem Niveau vom Jahresanfang. Die Kurskorrektur an den Aktienmärkten hat aber auch bei den Währungen zu mehr Volatilität geführt, die immer noch deutlich höher ist als Anfang August.
- Eine Sonderrolle nimmt in diesen Tagen der japanische Yen ein. Nach seiner deutlichen Erstarkung, ausgelöst durch die massive Liquidation von Carry-Trades, pendelt er sich nun bei USD 145 und somit rund 10% höher ein. Es bleibt abzuwarten, ob und wann der Yen seine «traditionelle» Rolle als «Funding Currency» wieder einnehmen kann.
- EUR/CHF verhielt sich in der Korrektur erwartungsgemäss weniger volatil. Eine vorübergehende Frankenaufwertung führte uns bis auf Niveaus um 0,92. Allerdings hat sich auch hier die Situation wieder normalisiert und die Gemeinschaftswährung notiert aktuell wieder bei 0,95 zum Franken.
- Aufgrund der Zinskonstellationen gehen wir davon aus, dass der US-Dollar tendenziell eher unter Druck bleiben dürfte.

Euro und Dollar gegen Franken, 1 Jahr

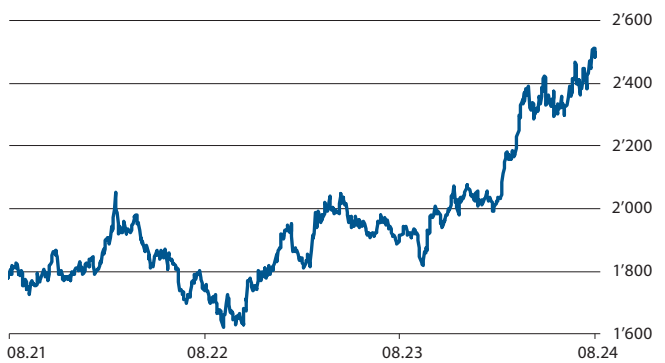


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold: Auf und davon

- Der Goldkurs brach aus seiner mehrmonatigen Handels-spanne zwischen USD 2'280 und 2'450 nach oben aus und erreichte mit USD 2'530 pro Unze einen neuen Höchststand.
- Für die positive Preisentwicklung gibt es mehrere Gründe. Der wohl wichtigste ist die stetig steigende Verschuldung auf allen Ebenen. Insbesondere die ständig zunehmenden fiskalischen Eingriffe der Staaten mit ihren inflationären Folgen verunsichern die Anleger. Die schleichende Entwertung der Fiat-Währungen treibt die Nachfrage nach Realwerten.
- Der schwächelnde US-Dollar kann als weiterer Grund angeführt werden, aber auch die Realzinsen tendieren weiter nach unten.
- Nicht zuletzt werden einige Analysten auch die angespannte geopolitische Lage als Kurstreiber für Gold anführen.
- Aus all diesen Gründen halten wir weiter an Gold als strategischer Portfoliobaustein fest.

Gold in \$ pro Unze, 3 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.