

Executive Summary

- Der Wahltermin in den USA rückt näher, und die Wahrscheinlichkeit einer zweiten Präsidentschaft von Donald Trump steigt.
- Der IWF senkt die globale Wachstumsprognose für 2025 um 0,1% auf 3,2% und warnt vor Risiken wie Krieg und Handelshemmnissen. Die USA bleiben dank robustem Konsum die Wachstumsstütze, während die Eurozone – hier vor allem Deutschland und Frankreich – das Wachstum belastet.
- Die Inflationsraten sinken und sollen sich gemäss IWF weiter zurückbilden.
- In Japan sind die Realzinsen deutlich negativ und die Nationalbank sucht einen minimalinvasiven Pfad zur Normalisierung der Geldpolitik.



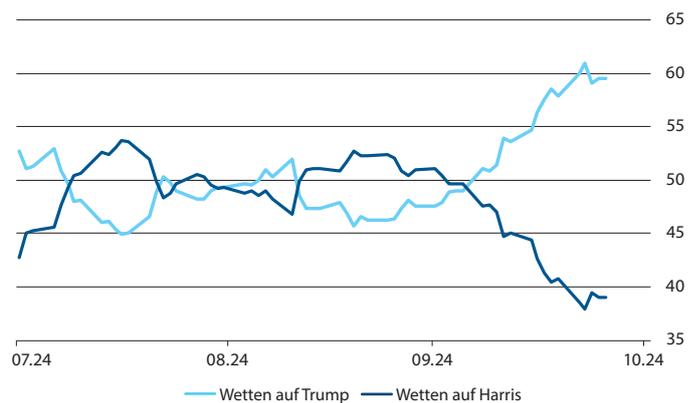
Fokusthema

Letzte Aktualisierung vor den US-Wahlen

- Bis zum Wahltermin am 5. November sind es noch wenige Tage. Nach dem anfänglichen Aufwind für die demokratische Präsidentschaftskandidatin Kamala Harris hat die Stimmung deutlich zugunsten von Donald Trump gedreht. So fallen die impliziten Wahrscheinlichkeiten der Wettanbieter mit rund 60% eindeutig für Trump aus.
- Bei den nationalen Umfragen liegt Harris noch leicht vor Trump, verliert aber in den letzten Tagen an Terrain. Der Vorsprung ist aber derart knapp, dass das Ergebnis im Bereich des statistischen Messfehlers liegt und somit keine klare Aussage zum Wahlausgang abgeleitet werden kann.
- In den Wackelstaaten (Swing States), wo das Stimmenverhältnis ausgeglichen ist und der Wahlausgang üblicherweise als offen gilt, kann Trump zulegen und liegt nun praktisch in allen Bundesstaaten mit geringem Abstand vorne. In fünf dieser Staaten ist der Vorsprung mit bis zu 0,8% aber derart knapp, dass diese im Rahmen des statischen Messfehlers liegen.
- Die beiden von der Bank of America aufgesetzten Aktienindizes, mit Titeln, die von einem republikanischen resp. demokratischen Wahlsieg profitieren, laufen weitestgehend parallel, wobei der «Demokraten-Index» schwankungsanfälliger ist und in den letzten Tagen stärker nachgegeben hat.

- Das Momentum liegt aktuell klar bei Donald Trump und damit wird eine zweite Präsidentschaft immer wahrscheinlicher.

Trump vs. Harris: Implizite Wahrscheinlichkeit der Wettanbieter (in %)

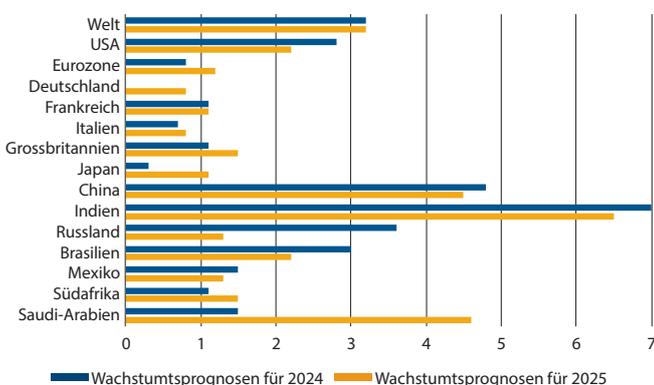


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Wachstumsprognose für 2025 mit wenigen Lichtblicken

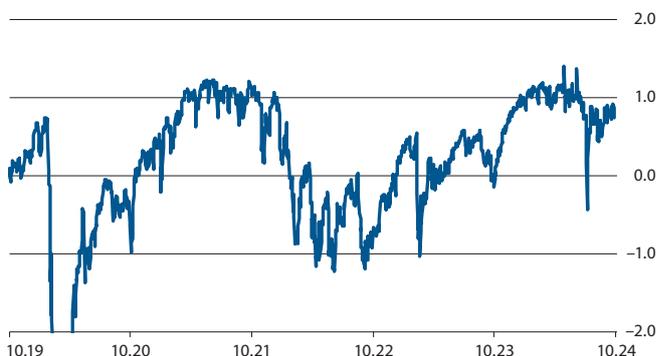
- Der Internationale Währungsfonds (IWF) senkt die globale Wachstumsprognose für 2025 um 0,1% auf 3,2% und warnt vor steigenden Risiken aus Kriegen, Handelshemmnissen und Protektionismus. Die Prognose für das laufende Jahr bleibt unverändert bei 3,2%. Die Inflation soll von 5,8% in diesem Jahr auf 4,3% im nächsten Jahr sinken.
- Die Welt sieht sich mit Risiken konfrontiert, die sich aus einer zu restriktiven Geldpolitik, einer global steigenden Verschuldung und einem erneuten Anstieg der Lebensmittel- und Energiepreise ergeben können.
- Dank einer kräftigen Konsumentenstimmung hebt der IWF die Schätzung für die USA dieses Jahr auf 2,8% und auf 2,2% im nächsten Jahr an.
- Drohende Strafzölle in der Höhe von 60% auf Gütern aus China und bis zu 20% aus den übrigen Ländern trüben den Ausblick für Wachstum und Inflation.
- Für Mexiko, wo bereits eine straffe Geldpolitik belastet, und China, die beide am stärksten von den Strafzöllen aus den USA betroffen sind, wurden die Schätzungen für dieses Jahr am deutlichsten gesenkt.
- Aufgrund der anhaltenden Schwäche im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland und Italien, senkt der IWF die Wachstumserwartungen für die Eurozone im kommenden Jahr um 0,3% auf 1,2% und für die beiden Länder auf je 0,8%. Positiv sticht Indien mit einem Wachstum von 6,5% für 2025 hervor.
- Der IWF ruft die Staaten dazu auf, die geplanten Leitzinssenkungen zur Anpassung der Fiskalpolitik zu nutzen. Anpassungen auf der Ausgabenseite und bei den Steuereinnahmen seien angezeigt. Es fehlt aktuell gemäss IWF an ausreichenden Anstrengungen, die Haushaltspolitik zu straffen.
- Nach dem Start des Zinssenkungszyklus durch die US-Notenbank Fed haben sich in den USA die Finanzierungsbedingungen weiter gelockert, was durch eine steigende Linie angezeigt wird (siehe Grafik unten). Die Bedingungen zur Kapitalbeschaffung sind im historischen Vergleich attraktiv. Auch die US-Subventionsprogramme (CHIPS Act, Inflation Reduction Act, Federal Tax Credit und weitere) tragen hierzu bei, stehen aber im Widerspruch mit der Forderung des IWF.
- Ganz anders gestaltet sich die Situation in Deutschland. Wirtschaftsminister Habeck ist bemüht, innovative Finanzierungspakete zur Wirtschafts- und Standortförderung zu schnüren. Die Schuldenbremse bietet aber wenig Handlungsspielraum und der Finanzminister Christian Lindner stellt die Pläne infrage.
- Die Ende Oktober publizierten Erhebungen bei den Einkaufsmanagern weisen mehrheitlich auf eine weitere Konjunkturabschwächung hin, wobei der Service-Sektor Schlimmeres verhindert. Die USA sind der «Sweet Spot».

BIP-Wachstumsprognosen des IWF (2024 und 2025)



Quelle: Bloomberg Finance L.P., IWF

USA: lockere Finanzierungsbedingungen (5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P., IWF

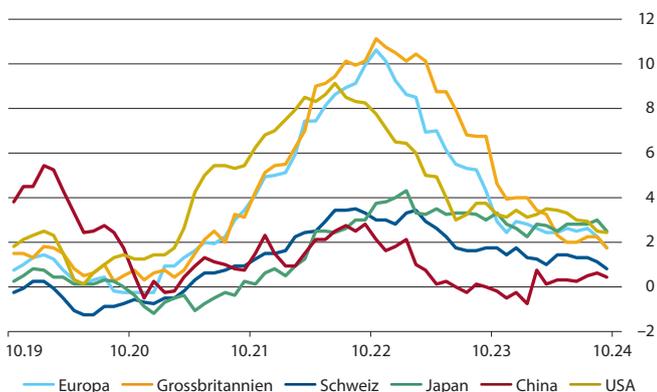
Zinssenkungen gegen Konjunkturabschwächung

- Die Inflationsraten sinken grossmehrfach weiter, verlieren aber an Momentum. Sie erlauben den Zentralbanken den eingeschlagenen Zinssenkungszyklus fortzusetzen.
- Die EZB hat unlängst die Leitzinsen (Einlagesatz, Haupt- und Spitzenfinanzierungssatz) zum dritten Mal in diesem Jahr gesenkt. Und schliesslich hat auch die Fed begonnen ihren Leitzins zu reduzieren. Europa befindet sich seit längerem in einer Konjunkturlaute und auch in den USA wird in den kommenden Monaten eine wirtschaftliche Verlangsamung erwartet.
- Von den führenden Notenbanken werden bis Jahresende weitere Impulse um je 25 Basispunkte eingepreist. Da sich keines der Institute auf einen vordefinierten Pfad verpflichten lässt und datenbasiert entscheidet, besteht die Möglichkeit, dass die Erwartungen für 2025 wiederum enttäuscht werden.
- Die nächsten wichtigen Notenbanksitzungen stehen unmittelbar nach den US-Präsidentenwahlen am 7. November (Fed, BOE) und dann am 12. Dezember (EZB, SNB) an.
- Sorgen um einen neuerlichen Inflationsschub resultieren aus der drohenden Erhöhung der Strafzölle v.a. in den USA und einem daraus resultierenden schädlichen Handelsstreit, der

die Verfügbarkeit von Rohstoffen und Gütern einschränken kann, was die Kosten treibt. Unmittelbar zeichnet sich dies in den Inflationsraten der westlichen Welt nicht ab und somit wird sich vorerst an der Tendenz sinkender Leitzinsen nichts ändern.

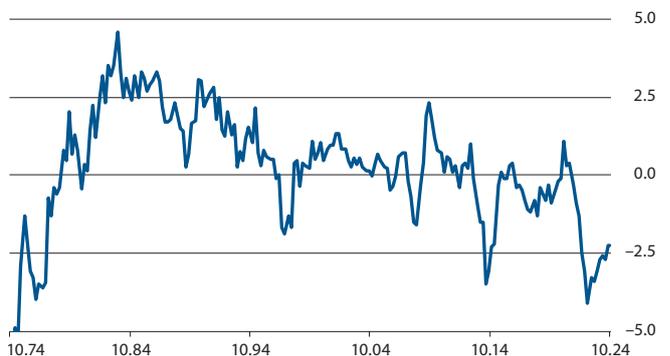
- Mit einer Inflation von nur knapp unter 3% und Leitzinsen nahe Null befinden sich die Realzinsen in Japan deutlich im negativen Bereich. Dies ist langfristig nicht aufrecht zu halten. Die japanische Notenbank hat ihren Leitzins seit Jahresbeginn bereits zweimal erhöht und Anfang August damit heftige Ausschläge an den globalen Kapitalmärkten verursacht. Unmittelbar sind keine weiteren Zinserhöhungen zu erwarten. Der Zentralbankchef, Kazuo Ueda, bereitet die Marktteilnehmer allerdings auf die Notwendigkeit einer weiteren Normalisierung der Geldpolitik vor, ohne zu Ausmass oder zeitlicher Staffelung der Schritte konkret zu werden. Ein weiterer Schritt ist ab Mai 2025 eingepreist.
- Chinas Zentralbank lancierte im September ein massives Anreizpaket. Dieses umfasst Zinssenkungen und die Bereitstellung vom Mitteln zur Stützung des Immobilien- und Aktienmarktes. Im Oktober senkt die PBOC weitere Zinssätze – u.a. den Schlüsselsatz für Immobilienkredite. Der schwache Konsum und die hartnäckige Immobilienkrise erfordern zusätzliche Massnahmen, wie an der IWF-Tagung in Washington hervorgehoben wurde.

Inflationsraten (5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Realzinsen Japan – Leitzins minus Inflation (50 Jahre)



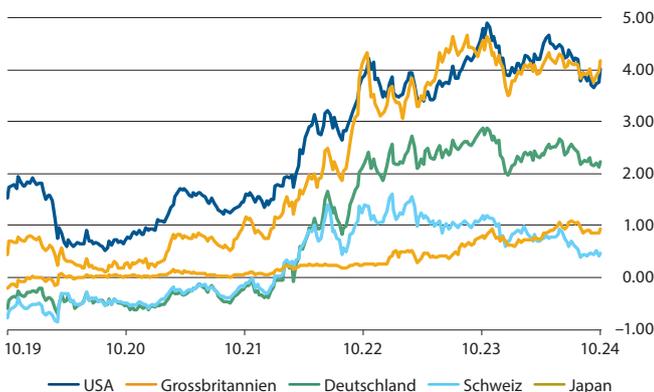
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: scharfer Anstieg der Renditen und Volatilitäten

- Die Marktentwicklung seit der heftigen Korrektur anfangs August stellt sich recht uneinheitlich dar. Nachdem zunächst eine Erholung in den globalen Anleihenmärkten stattgefunden hatte, stehen diese jüngst wieder deutlich unter Druck. Spiegelbildlich haben die Renditen wieder angezogen, aktuell liegen sie für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4,3%, in Deutschland bei 2,3% und in der Schweiz bei 0,5%.
- Aufschlussreich ist auch ein Blick auf die Volatilität – diese hält sich auf deutlich höherem Niveau als im Verlauf des Jahres. Dies lässt auf erhöhte Nervosität bei den Investoren schliessen.
- Es scheint, dass das Thema «Staatsverschuldung» wieder deutlicher auf der Tagesordnung der Marktteilnehmer aufgetaucht ist. Insbesondere in den USA scheint es bezüglich Verschuldung keine grösseren Unterschiede zwischen den beiden Kandidaten um das Präsidentschaftsamt zu geben: niemand denkt ans Sparen!
- Die Zinsaufschläge auf hochverzinslichen und Unternehmensanleihen haben sich kaum verändert. Wir erachten die Anlageklasse weiterhin als nur moderat interessant.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)

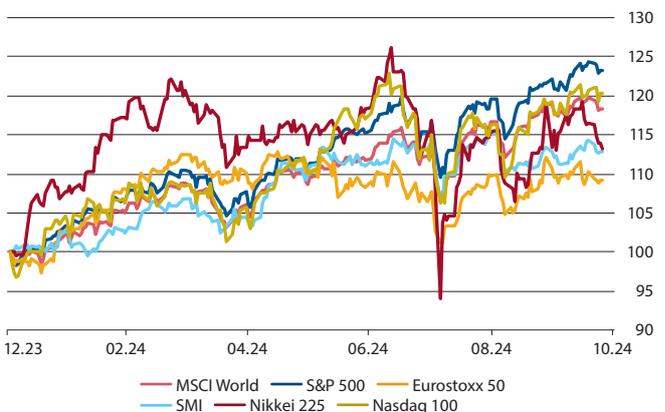


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: US-Märkte spielen Trump 2.0

- An den Aktienmärkten sind die deutlichen Abschlüge vom Spätsommer schon lange vergessen. Die positive Marktentwicklung des Jahres fand wieder eine Fortsetzung, allerdings nicht überall gleich stark. Während der S&P 500 und der Dow Jones Index neue Höchststände markierten, entwickelte sich der Nasdaq seitwärts. In Europa stellt sich die Situation ähnlich dar: der DAX markierte neue Rekorde, während z.B. EuroStoxx und auch der SMI bestenfalls seitwärts tendierten.
- Weiterhin sind im Sektorenvergleich deutliche Divergenzen zu erkennen. So liegen z.B. Chipaktien (Thema künstliche Intelligenz) noch unter ihren Höchstwerten. Hingegen wurden in einigen defensiven Sektoren, wie etwa Versorgern, neue Rekorde gesetzt. Nicht-Basiskonsum (Luxusgüter) profitierte indirekt vom Markteingriff der chinesischen Zentralbank.
- Für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte bleiben wir verhalten positiv. Für die Wallstreet ist klar, wer die US-Wahlen gewinnen wird, der Konsens liegt bei Trump 2.0. Es ist festzuhalten, dass Wachstumsaktien teilweise sportlich bewertet sind. Die anlaufenden Gewinnaussweise könnten hier und dort zu Ernüchterung führen. Die geopolitische Lage (Mittlerer Osten, Ukraine) gibt weiterhin zu Besorgnis Anlass. Eine Eskalation würde die Aktienmärkte auf die Probe stellen.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2024, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Währungen: Der US-Dollar erholt sich leicht

- Der US-Dollar hat sich seit Beginn des vierten Quartals wieder leicht erholt. Diese Bewegung hat zu einer Erstarkung des Greenback um ca. 3% geführt. Insbesondere gegenüber dem Yen hat sich die Stärke deutlich gezeigt, USD/JPY stieg wieder über 150. Die Frage nach der traditionellen Rolle des Yen als «Funding Currency» scheint uns beantwortet, die «Carry-Trader» sind am Werk.
- Der EUR/CHF-Wechselkurs steht seit einigen Wochen bei rund 0,94. Die relative Stärke des Schweizer Franken ist im Umfeld von geopolitischer Brisanz und Unklarheiten vor den US-Wahlen nachzuvollziehen.
- Aufgrund der steigenden Verschuldung sowie der unterschiedlichen Pfade bei den Zinssenkungen gehen wir davon aus, dass der US-Dollar tendenziell eher unter Druck bleiben wird, auch wenn die jüngst wieder angestiegenen Renditen in die andere Richtung zeigen.

Euro und Dollar gegen Franken, 1 Jahr

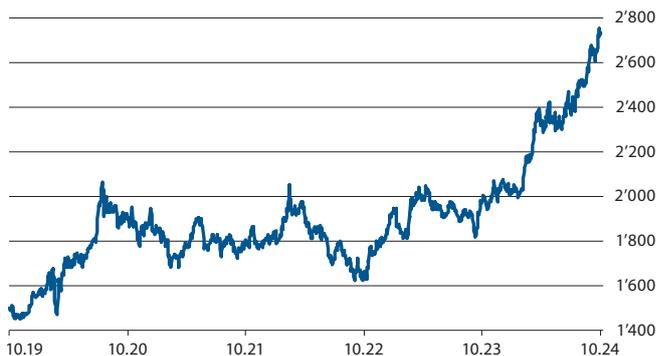


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold: Neue Rekorde aber deutlich überkauft

- Der Preis für eine Unze Gold befindet sich weiter im Steigflug und hat mit USD 2'750 pro Unze erneut einen neuen Rekordwert gesetzt. Gegenüber dem CHF liegt der Kilopreis mit über CHF 75'000 ebenfalls auf neuen Höchstständen.
- Auffallend ist, dass diese Bewegung trotz steigender (Real-) Renditen und trotz leicht steigendem US-Dollar stattgefunden hat. Kurzfristig ist deshalb Gold stark überkauft, eine Korrektur/Konsolidierung der Bewegung ist angezeigt.
- Langfristig ist der wohl wichtigste Treiber weiterhin die stetig steigende Verschuldung auf allen Ebenen. Die sich verstärkenden fiskalischen Eingriffe der Staaten, aber auch die offensichtlich diesen Eingriffen zudienenden Zentralbanken wirken 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 all diesen Gründen halten wir an Gold als wichtigen strategischen Portfoliobaustein fest.

Gold in \$ pro Unze, 5 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.