

Executive Summary

- › Die US-Aktienmärkte entwickelten sich dieses Jahr positiver als die meisten (auch wir) erwartet hatten.
- › Der S&P 500 verzeichnet eine Erfolgsserie, die sich bereits über fünf Monate in Folge erstreckt. Rückblickend hätten wir eine höhere als neutrale Aktiengewichtung eingehen sollen als die Fed auf den Zusammenbruch von Silicon Valley Bank reagiert hat und damit der „Fed Put“ zurückgekehrt ist.
- › Wir beobachten insgesamt eine zunehmend risikofreudige Marktstimmung. Angetrieben wird diese durch den Optimismus über ein potenzielles Ende der Zinsanhebungen aufgrund sich schneller als erwartet abkühlender Inflation und die Resilienz der US-Wirtschafts im Vergleich zu Europa und China. So ist Fed-Vorsitzender Powell nun sichtlich zuversichtlicher, dass es zu einer sanften Landung kommt, und die Mitarbeiter der Fed prognostizieren keine US-Rezession mehr.
- › Gleichzeitig sind die US-Frühindikatoren für die Konjunktur zum 15. Mal in Folge rückläufig – der längste Rückgang seit 2008. Darüber hinaus wurde den USA gerade ihr AAA-Rating von Fitch entzogen, zu einem Zeitpunkt, an dem die Haushaltsdefizite ansteigen und die jüngste Umfrage der US-Notenbank unter Kreditsachbearbeitern eine weitere Kreditverknappung anzeigt.
- › Unter dem Strich erkennen wir die jüngsten hoffnungsvollen Anzeichen in den Makro- und Marktdaten an, finden aber auch, dass es zu früh ist, das Risiko einer harten Landung auszuschliessen, wenn wir den aktuellen Zyklus in einem historischen Kontext sehen. Wir bleiben daher aufmerksam und vermeiden es, allzu einfachen Marktnarrativen unkritisch zu folgen.

Stehen dem S&P500 ein neues Allzeithoch bevor?

- Der Aktienmarkt verzeichnete im Juli nur eine sehr geringe Volatilität, was wiederum die Absicherung über Optionen attraktiv macht.
- Geld fließt in US-Technologieaktien, angetrieben von der KI-Story und Goldilocks-Daten.
- Goldman Sachs berichtet, dass wir laut FINRA (US Financial Industry Regulatory Authority) gerade den grössten 6-monatigen Anstieg von Margin Debt verzeichnet haben.
- Dies allein belegt die starke Aufwärtsdynamik und könnte möglicherweise den Weg ebnen, um vorherige Allzeithochs im dritten Quartal zu testen.

Marktentwicklungen

Welt

- Im Vergleich zu Europa und China lieferte die US-Wirtschaft zuletzt viele positive Überraschungen. Das US-BIP wuchs im zweiten Quartal annualisiert um +2,4 % im Vergleich zum Vorquartal (der BBG Konsensus hatte +1,8 % erwartet). Während sich der Konsum und das Einkommen in den USA

abschwächen, stiegen die Staatsausgaben weiter an – per Q2 beläuft sich das 12-Monate US-Haushaltsdefizit auf -8,5 % des BIP (der höchste Stand ausserhalb der globalen Finanzkrise und der COVID-19-Pandemie, wobei die Bloomberg-Daten bis 1970 zurückreichen). Diese Defizite werden immer teurer zu finanzieren sein und sind kein Rezept, um die Inflation längerfristig zu zügeln.

- In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass Fitch Ratings die USA von AAA auf AA+ herabgestuft hat (was an eine Massnahme von S&P Global Ratings im Jahr 2011 erinnert) und zur Begründung auf die verschlechterte Haushaltslage, eine hohe und wachsende Schuldenlast der Regierung und eine Erosion der Governance im Vergleich zu anderen als AA und AAA eingestuften Ländern verwiesen hat. Auf den ersten Blick denken wir, dass dieser Schritt nur begrenzte Auswirkungen haben wird, da institutionelle Anleger AA+ und AAA in Bezug auf die Besicherung sehr ähnlich behandeln.
- Bedeutsamer für die globalen Anleihemärkte ist die jüngste Entscheidung der Bank of Japan, ihre Politik der Zinskurvenkontrolle zu lockern, nach der sie eine Zinsobergrenze über die gesamte Kurve aufrechterhält. Dies ist aus unserer Sicht ein weitere hawkische Entwicklung für die globalen Anleihemärkte und Liquiditätsbedingungen.

Europa

- Die Wirtschaft der Eurozone übertraf die Erwartungen im zweiten Quartal mit einem BIP-Zuwachs von 0,3 % gegenüber dem Vorquartal (annualisiert 1,2%). Ökonomen hatten einen geringeren Anstieg vorhergesagt. Diese Zahlen sollten jedoch mit Vorsicht interpretiert werden, da das irische BIP die Daten mit einem Wachstum von 3,3 % erneut stark verzerrt hat. Ohne diesen Wert wäre das Wachstum der Eurozone nur halb so hoch gewesen und hätte sein Wachstumspotenzial unterschritten. Das deutsche BIP stagnierte, Italien schrumpfte (-0,3 %), während Frankreich (+0,5 %) und Spanien (+0,4 %) höhere Wachstumsraten verzeichneten.

Schweiz

- Die Schweizer Industrie verzeichnete im Juli einen deutlichen Stimmungsrückgang, der entsprechende Indikator erreichte den tiefsten Stand seit April 2009. Auch der Dienstleistungssektor befand sich in einer herausfordernden Situation. Laut einem Bericht der Credit Suisse vom Mittwoch sank der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Industriesektor im Juli stark um 6,4 Punkte auf 38,5. Von der Nachrichtenagentur AWP befragte Ökonomen hatten höhere Werte im Bereich von 42,0 bis 44,5 Punkten prognostiziert.

Der Sommer der Disinflation – ist eine weiche Landung jetzt eine ausgemachte Sache?

Die Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft in diesem Jahr, trotz des aggressivsten Straffungszyklus der US-Notenbank seit Jahrzehnten, hat viele Marktbeobachter gezwungen, ihre Rezessionsvorhersagen wiederholt nach hinten zu verschieben. Jetzt, da die jüngsten Daten auf eine anhaltend gute Beschäftigungslage und eine moderatere Inflation hindeuten, überdenken die Wall Street-Unternehmen ihre Erwartungen eines Konjunkturabschwungs insgesamt.

Das Soft-Landing Argument:

- Die Inflation wird schnell und nachhaltig auf die Zielvorgaben der Zentralbanken zurück fallen
- Die Zentralbanken können daher ihren straffen Kurs entspannen und die Zügel rechtzeitig lockerer lassen, um eine signifikante Verschlechterung des Kreditzyklus, angesichts des sich nähernden großen Refinanzierungsbedarfs der Unternehmen, zu verhindern;
- Die Fiskalpolitik bleibt in der Zwischenzeit expansiv und hält die Wirtschaft über Wasser;
- Daher können die Aktienmärkte über eine schwache Gewinnentwicklung hinwegsehen und die Bewertungen weiter steigen.

Wir denken, dass weiterhin viel gut gehen muss, um ein solches Ergebnis zu erzielen. Zugegebenermaßen ist seit der regionalen Bankenkrise im März das meiste für die Märkte gut gelaufen. Folglich besteht Konsens über einen vorteilhaften Ausgang. Wie vernünftig ist es jedoch zu erwarten, dass im Jahr 2024 ein Gewinnzuwachs von +12,5 % im S&P 500 und 4 bis 5 Zinssenkungen folgen werden? (Dies entspricht dem derzeitigen Refinitiv Gewinnkonsens und der Marktpreisgestaltung der Fed Futures). Wir sind seit langem der Ansicht, dass eine harte Landung der wahrscheinlichste Verlauf ist, und dass diese um das Jahresende bis zum 1. Quartal 2024 auf der Grundlage zukunftsgerichteter Indikatoren beginnen wird.

Vorerst scheint es wahrscheinlich, dass das US-Wachstum bis zum dritten Quartal anhält. Das wiederum könnte auch zu Inflationsüberraschungen und einer enttäuschend hawkischen Fed im Herbst führen. Zu diesem potenziellen Renditedruck kommt ein wahrscheinlicher Anstieg des Durationsangebots bis zum Jahresende hinzu, da das US-Finanzministerium von der Ausgabe meist kurzfristiger zu mehr langfristigeren Anleihen übergehen wird. Hier ist anzumerken, dass das US-Finanzministerium mit einer zusätzlichen Kreditaufnahme von 1,8 Billionen USD bis zum Jahresende rechnet.

Die entscheidende Frage ist, wie lange der US-Verbraucher widerstandsfähig bleiben kann (unsere bevorzugten Research-Häuser gehen davon aus, dass den US-Verbrauchern etwa im November die überschüssigen Ersparnisse ausgehen werden).

Hightower Naples hat diese sehr interessanten Beobachtungen veröffentlicht:

- Der durchschnittliche Zinssatz für einen neuen Autokredit hat gerade die Rekordmarke von 7,2 % erreicht.

- Die durchschnittliche Neuwagenrate in den USA beträgt jetzt 750 US-Dollar und die durchschnittliche neue Hypothekenzahlung 2.850 US-Dollar.
- Das bedeutet, dass ein Amerikaner, der sich ein neues Auto und ein neues Haus leisten möchte, nach einer Anzahlung von 20 % noch 3.600 USD pro Monat zahlen muss.
- Das sind 62 % des mittleren Haushaltseinkommens in den USA.

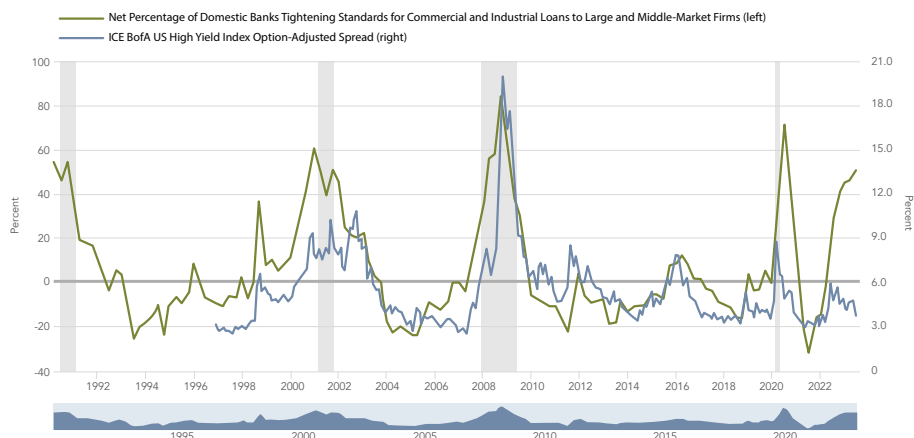
Positionierung

- Angesichts des Goldilocks-Umfelds in letzter Zeit, getrieben von Abwärtsüberraschungen bei der Inflation und der Verschiebung einer potenziellen Rezession im Vergleich zu den Konsenserwartungen, kann sich der Anstieg bei Aktien fortsetzen, bis die späte Konjunkturdynamik schliesslich zu den Märkten aufholt. Es gibt auch ein Aufwärtsszenario, in dem wir uns in einem neuen zyklischen Aufschwung befinden und sich das Wachstum sowohl für die Wirtschaft als auch für die Gewinne wieder beschleunigen wird (bisher war 2023 nur von höheren Bewertungen gekennzeichnet).
- Allerdings finden wir es verfrüht, eine mögliche harte Landung (der historisch wahrscheinliche Ausgang) an dieser Stelle auszuschliessen, da wir gerade erst in das Zeitfenster eintreten, in dem eine solche - basierend auf Daten vergangener Zyklen - beginnen sollte. Historisch gesehen beginnt das Zeitfenster für eine Rezession ca. 13 Monate nachdem die US-Zinskurve nachhaltig invertiert hat und erstreckt sich dann über ca. 8 Monate. Es wäre also historisch gesehen „normal“, wenn eine Rezession irgendwann zwischen jetzt und Ende des ersten Quartals 2024 beginnen würde.
- Angesichts dieser Unsicherheit in Bezug auf das wirtschafts- und zentralbankpolitische Ergebnis bleiben wir bei einer insgesamt eher neutralen Risikoallokation und werden unsere Rotation in nachlaufende Sektoren und Einzelaktien mit weniger anspruchsvollen Bewertungen fortsetzen, um vom relativen Aufholpotential zu profitieren.
- Interessant in dieser Hinsicht ist, dass laut Morgan Stanley die Sektoren mit der schlechtesten Performance seit Jahresbeginn (Energie, Versorger, Gesundheitswesen) im vergangenen Monat begonnen haben sich zu verbessern.

Chart

Die Ende Juli veröffentlichte Fed Umfrage unter leitenden Kreditsachbearbeitern zum Thema Bankkredite deutet auf eine anhaltende Verschärfung der Kreditvergabestandards der Banken im zweiten Quartal hin. In der Vergangenheit gingen solche strengeren Standards mit negativem Kreditwachstum, sinkendem BIP, erhöhten Kreditausfällen und steigenden Credit Spreads einher. Überraschenderweise gibt es in diesem Zyklus bisher einen auffälligen Kontrast, da die High Yield Credit Spreads im Q2 sogar zurückgegangen sind.

Netto-Prozentsatz der US-Banken mit verschärften Kreditvergabestandards im Vergleich zu US-High-Yield-Spreads



Quelle: St. Louis Fed

Quellen: Bloomberg, Morgan Stanley, Fidelity, Bank of America, The Market Ear, 42 Macro, Steno Research, The Macro Compass, Goldman Sachs, Citigroup, JPM, Fisch Asset Management, Hightower Naples, UBS, Kepler Cheuvreux

Haftungsausschluss

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen eine Marketingmitteilung der FINAD (FINAD AG, Zürich; FINAD GmbH, Wien oder FINAD GmbH, Zweigniederlassung Hamburg) dar. Diese Marketingmitteilung wurde nicht in Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Dieses Dokument dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und für die persönliche Verwendung durch den Empfänger dieses Dokuments (nachfolgend «Empfänger» genannt). Sie stellt weder ein verbindliches Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der FINAD zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Verkauf oder zur Rückgabe von Anlagen oder zur Investition in eine bestimmte Handelsstrategie oder zur Tätigkeit eines sonstigen Geschäfts in irgendeiner Rechtsordnung dar. Sie stellt keine Empfehlung der FINAD in rechtlicher, buchhalterischer oder steuerlicher Hinsicht oder eine Zusicherung bezüglich Eignung oder Angemessenheit einer bestimmten Anlagestrategie, Transaktion oder Investition für den einzelnen Empfänger dar. Ein Bezug auf die Performance der Vergangenheit ist nicht als Hinweis auf die Zukunft zu verstehen. Die in der vorliegenden Publikation enthaltenen Informationen und Analysen wurden aus Quellen zusammengetragen, die als zuverlässig und glaubwürdig gelten. Die FINAD gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich deren Zuverlässigkeit und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Alle Meinungen und Ansichten stellen Einschätzungen dar, die zum Zeitpunkt der Drucklegung galten; Änderungen bleiben jederzeit vorbehalten, wobei keine Verpflichtung zur Aktualisierung und Mitteilung besteht. Bevor Empfänger eine Anlage-, Transaktions- oder sonstige finanzielle Entscheidung treffen, sollten sie die Eignung einer solchen Investition, Transaktion oder sonstigen Geschäfts für ihre speziellen Verhältnisse abklären und unabhängig (allenfalls mit ihren professionellen Beratern) die besonderen Risiken sowie die rechtlichen, regulatorischen, kreditmäßigen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen prüfen. Der jeweilige Empfänger ist dafür verantwortlich, zu überprüfen, ob er nach dem in seinem Wohnsitzstaat und/oder auf seine Nationalität anwendbaren Recht berechtigt ist, diese Publikation zum persönlichen Gebrauch anzufordern, zugestellt zu erhalten und zu benutzen. FINAD lehnt diesbezüglich jegliche Haftung ab. Eine Anlage in die in diesem Dokument erwähnten Fonds und sonstigen Finanzinstrumente sollten erst nach vorheriger sorgfältiger Lektüre und Prüfung des aktuellsten Verkaufsprospekts, des Fondsreglements sowie der darin enthaltenen rechtlichen Informationen und nach vorgängiger Konsultation Ihres Kundenberaters sowie – soweit erforderlich – Ihres eigenen Rechts- und/oder Steuerberaters erfolgen. Der jeweilige Empfänger ist dafür verantwortlich, zu überprüfen, ob er nach dem in seinem Wohnsitzstaat und/oder auf seine Nationalität anwendbaren Recht berechtigt ist, die entsprechenden Fondsdokumente anzufordern und zu erhalten. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt oder dahin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten verteilt oder US-Personen ausgehändigt werden.

Das vorliegende Dokument darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der FINAD weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Für die Schweiz: FINAD AG, Talstrasse 58, 8001 Zürich, Schweiz ist eine auf Finanzdienstleistungen und Vermögensverwaltung spezialisierte unabhängige Aktiengesellschaft, errichtet nach schweizerischem Recht. Die FINAD ist von der Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Vermögensverwalter zugelassen und wird durch die Aufsichtsorganisation (AO) AOOS beaufsichtigt. Weiter ist die FINAD an die OFS Ombud Finanzen Schweiz (<http://www.ombudfinance.ch>) angeschlossen. Beschwerden über die FINAD können an die AO AOOS oder die OFS gerichtet werden.

Für Österreich: FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L021, 1010 Wien, Österreich ist eine Wertpapierfirma gemäß § 3 Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 (WAG 2018) und als solche berechtigt, die Wertpapierdienstleistungen der Anlageberatung, der Portfolioverwaltung sowie der Annahme und Übermittlung von Aufträgen, jeweils hinsichtlich Finanzinstrumenten, zu erbringen. FINAD ist nicht berechtigt, Dienstleistungen zu erbringen, die das Halten von Geld, Wertpapieren oder sonstigen Instrumenten von Kunden umfassen. FINAD unterliegt der Aufsicht der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien (www.fma.gv.at). Beschwerden über die FINAD können an die FMA gerichtet werden.

Für Deutschland: FINAD GmbH Deutschland, Schauenburgerstraße 61, 20095 Hamburg, Deutschland ist die deutsche Zweigniederlassung der FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L/021, AT-1010 Wien, Österreich. FINAD ist ein auf Anlageberatung, Anlagevermittlung und Vermögensverwaltung (Finanzportfolioverwaltung) spezialisiertes unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen durch FINAD unterliegt der Aufsicht der Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien (www.fma.gv.at) sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main (www.bafin.de). Beschwerden über die FINAD können an die FMA oder die BaFin gerichtet werden.

FINAD ist nicht zur Ausübung der Rechtsanwaltschaft, Steuerberatung oder Wirtschaftsprüfung berechtigt.

© Copyright FINAD – alle Rechte vorbehalten.

FINAD

Financial Advisors | Since 1976