

Veröffentlicht am 1.10.2024 von Christian Luchsinger

SoundInsight N°21

01

Doppelte Zinssenkung führt zu Diskussionen

02

Wahrscheinlichkeit einer Rezession sinkt

03

Höheres Gewinnwachstum für 2025

04

Unveränderte Positionierung

Die grosse Zinswende

Die lang erwartete Zinswende in den USA ist eingetreten. Nach mehr als zwei Jahren steigender und anschliessend historisch hohen Zinsen, markiert eine doppelte Zinssenkung nun die Wende. Dies mit bedeutenden Auswirkungen auf die Kapitalmärkte.

Bereits im Frühjahr 2023 erwartete man im US-Markt eine Zinswende bis zum Jahresende. Doch mit dem unverändert starken US-Wirtschaftswachstum und einer hartnäckigen Inflation kam es anders. Die Federal Reserve erhöhte bis Juli 2023 den Leitzins und liess ihn seither unverändert bei 5.5 % – dem höchsten Stand seit 2001. Mit der Veröffentlichung der eher vorsichtigen Wirtschaftsprognosen des Fed-Beige Books im September wurde klar, dass die Weichen für die Zinswende gestellt sind. Dennoch sorgte die Federal Reserve für eine Überraschung, als sie die Zinsen diesen Monat gleich um 0.5 % und damit um zwei regelkonforme Zinsschritte von 0.25 % senkte. Von 113 befragten Ökonomen hatten nur 9 diesen Schritt antizipiert.

Die doppelte Zinssenkung kam für viele Marktteilnehmer überraschend und sorgte für Diskussionen. Allen voran musste sich Vorsitzender Jay Powell in der Pressekonferenz erklären. Eine Zinssenkung in diesem Ausmass gab es in den letzten 20 Jahren nur in Verbindung mit einer Rezession (Dotcom-Blase, Lehman-Krise, Covid-Pandemie). Allerdings gab es in diesem Zeitraum keine vergleichbar hohe Inflation, weshalb die Situation anders zu beurteilen ist.

Die mit der Zinssenkung veröffentlichten offiziellen Prognosen der Fed widerspiegeln alles andere als eine Rezession: Die Inflation ist nun unter Kontrolle, während sich der Arbeitsmarkt stabilisiert. Diese Annahme wird auch von zahlreichen Ökonomen geteilt. Ihre Einschätzung für die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in den kommenden 12 Monaten ist seit Jahresbeginn von 50% auf 30% gefallen.

Mit dem Umfang der Zinswende sendet die Fed ein klares Signal an die Märkte: Das Risiko einer zu starken wirtschaftlichen Abschwächung wird frühzeitig bekämpft – oder idealerweise bereits im Keim erstickt. Bis Ende 2025 werden acht weitere Zinssenkungen erwartet, was allerdings bereits in den Märkten eingepreist ist. Unternehmen profitieren somit bereits von tieferen Zinsen. Auch die Ausfallwahrscheinlichkeiten liegen auf einem historisch niedrigen Niveau, was besonders für kapitalintensive Geschäftsmodelle eine willkommene Unterstützung darstellt.

Insgesamt weisen die aktuellen Entwicklungen auf ein positives Umfeld für Aktien und risikobehaftete Anlagen hin. Analysten prognostizieren für das kommende Jahr ein breiter abgestütztes Gewinnwachstum bei Unternehmen im S&P 500. Wir haben bereits mehrfach darüber berichtet, dass die grossen Technologiewerte in den vergangenen Quartalen die Haupttreiber für Wachstum und Rendite waren. Im nächsten Jahr wird zusätzlich ein grosser Anteil des Gewinnwachstums auch aus anderen Sektoren als Technologie und Kommu-

nikation erwartet. Während die sogenannten «Value»-Sektoren in diesem Jahr kein Wachstum verzeichneten, rechnen Analysten im nächsten Jahr mit einem Wachstumsschub von über 10%.

Damit gehen die Märkte aktuell von einem sehr optimistischen Szenario aus: Eine US-Wirtschaft, die sich durch Zinssenkungen stabilisiert, rekordtiefe Risikoaufschläge und günstigere Finanzierungen für Unternehmen, kombiniert mit einem Gewinnwachstum im zweistelligen Prozentbereich. Der Arbeitsmarktbericht vom August sowie eine Vielzahl der Frühindikatoren zeigen jedoch deutlich, dass Enttäuschungen möglich sind. Wir bleiben somit vorerst bei unserer neutralen Allokation von Anleihen und Aktien. Die Sensibilität gegenüber Wirtschaftsdaten wird im Vorfeld der US-Wahlen hoch bleiben, womit eine Präferenz für Qualität und Stabilität im Portfolio zu bevorzugen ist. Die grosse Zinswende

Die lang erwartete Zinswende in den USA ist eingetreten. Nach mehr als zwei Jahren steigender und anschliessend historisch hohen Zinsen, markiert eine doppelte Zinssenkung nun die Wende. Dies mit bedeutenden Auswirkungen auf die Kapitalmärkte.

Bereits im Frühjahr 2023 erwartete man im US-Markt eine Zinswende bis zum Jahresende. Doch mit dem unverändert starken US-Wirtschaftswachstum und einer hartnäckigen Inflation kam es anders. Die Federal Reserve erhöhte bis Juli 2023 den Leitzins und liess ihn seither unverändert bei 5.5 % – dem höchsten Stand seit 2001. Mit der Veröffentlichung der eher vorsichtigen Wirtschaftsprognosen des Fed-Beige Books im September wurde klar, dass die Weichen für die Zinswende gestellt sind. Dennoch sorgte die Federal Reserve für eine Überraschung, als sie die Zinsen diesen Monat gleich um 0.5 % und damit um zwei regelkonforme Zinsschritte von 0.25 % senkte. Von 113 befragten Ökonomen hatten nur 9 diesen Schritt antizipiert.

Die doppelte Zinssenkung kam für viele Marktteilnehmer überraschend und sorgte für Diskussionen. Allen voran musste sich Vorsitzender Jay Powell in der Pressekonferenz erklären. Eine Zinssenkung in diesem Ausmass gab es in den letzten 20 Jahren nur in Verbindung mit einer Rezession (Dotcom-Blase, Lehman-Krise, Covid-Pandemie). Allerdings gab es in diesem Zeitraum keine vergleichbar hohe Inflation, weshalb die Situation anders zu beurteilen ist.

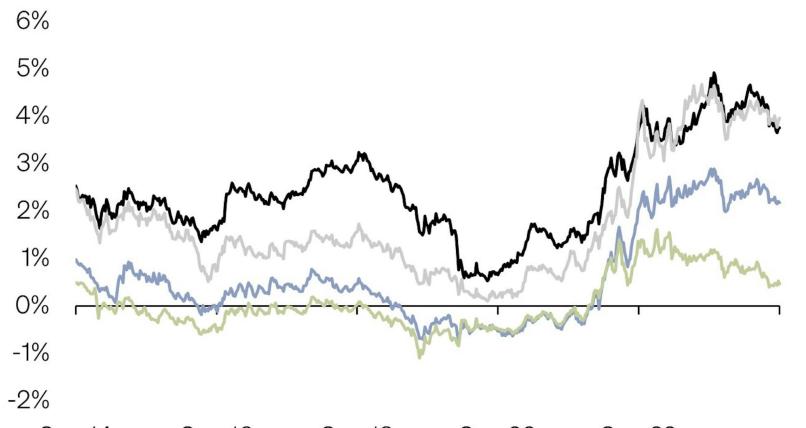
Die mit der Zinssenkung veröffentlichten offiziellen Prognosen der Fed widerspiegeln alles andere als eine Rezession: Die Inflation ist nun unter Kontrolle, während sich der Arbeitsmarkt stabilisiert. Diese Annahme wird auch von zahlreichen Ökonomen geteilt. Ihre Einschätzung für die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in den kommenden 12 Monaten ist seit Jahresbeginn von 50% auf 30% gefallen.

Mit dem Umfang der Zinswende sendet die Fed ein klares Signal an die Märkte: Das Risiko einer zu starken wirtschaftlichen Abschwächung wird frühzeitig bekämpft – oder idealerweise bereits im Keim erstickt. Bis Ende 2025 werden acht weitere Zinssenkungen erwartet, was allerdings bereits in den Märkten eingepreist ist. Unternehmen profitieren somit bereits von tieferen Zinsen. Auch die Ausfallwahrscheinlichkeiten liegen auf einem historisch niedrigen Niveau, was besonders für kapitalintensive Geschäftsmodelle eine willkommene Unterstützung darstellt.

Insgesamt weisen die aktuellen Entwicklungen auf ein positives Umfeld für Aktien und risikobehaftete Anlagen hin. Analysten prognostizieren für das kommende Jahr ein breiter abgestütztes Gewinnwachstum bei Unternehmen im S&P 500. Wir haben bereits mehrfach darüber berichtet, dass die grossen Technologiewerte in den vergangenen Quartalen die Haupttreiber für Wachstum und Rendite waren. Im nächsten Jahr wird zusätzlich ein grosser Anteil des Gewinnwachstums auch aus anderen Sektoren als Technologie und Kommunikation erwartet. Während die sogenannten «Value»-Sektoren in diesem Jahr kein Wachstum verzeichneten, rechnen Analysten im nächsten Jahr mit einem Wachstumsschub von über 10%.

Damit gehen die Märkte aktuell von einem sehr optimistischen Szenario aus: Eine US-Wirtschaft, die sich durch Zinssenkungen stabilisiert, rekordtiefe Risikoaufschläge und günstigere Finanzierungen für Unternehmen, kombiniert mit einem Gewinnwachstum im zweistelligen Prozentbereich. Der Arbeitsmarktbericht vom August sowie eine Vielzahl der Frühindikatoren zeigen jedoch deutlich, dass Enttäuschungen möglich sind. Wir bleiben somit vorerst bei unserer neutralen Allokation von Anleihen und Aktien. Die Sensibilität gegenüber Wirtschaftsdaten wird im Vorfeld der US-Wahlen hoch bleiben, womit eine Präferenz für Qualität und Stabilität im Portfolio zu bevorzugen ist.

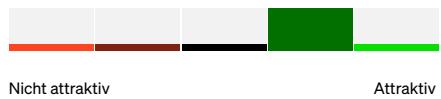
10-Jährige Staatsanleihen



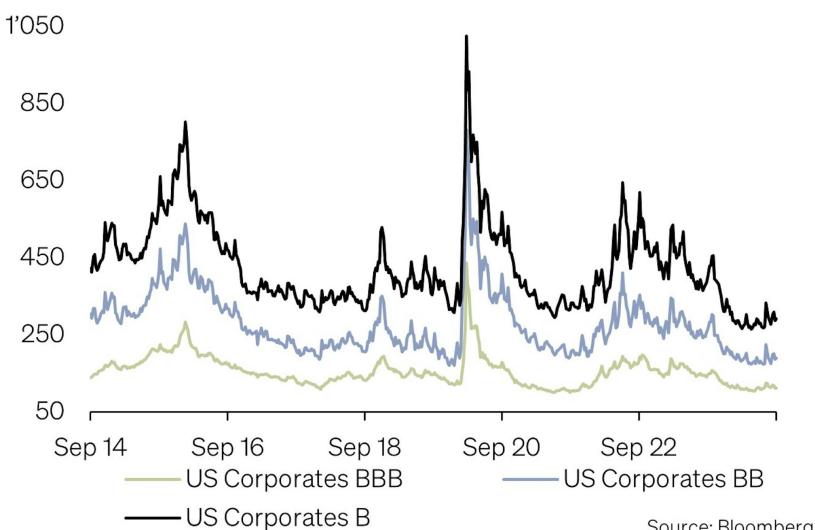
Source: Bloomberg

Zinsniveau

Mit der Zinswende hat sich auch die seit über zwei Jahren andauernde Inversion der Zinskurve aufgelöst, bei der zweijährige Staatsanleihen höhere Renditen als zehnjährige boten. Das Engagement der Zentralbanken, die Wirtschaft zu entlasten, während die Aktienmärkte auf Rekordständen notieren, birgt jedoch das Risiko einer erneut auflodernden Inflation. Wir sehen das aktuelle Zinsniveau auf dem besten Weg, in eine neutrale Einschätzung überzugehen. Aktuell halten wir dennoch an unserer Präferenz für etwas längere Laufzeiten in USD und GBP fest, während wir bei EUR und CHF bereits kürzere Laufzeiten bevorzugen.



Risikoaufschlag (in bps)



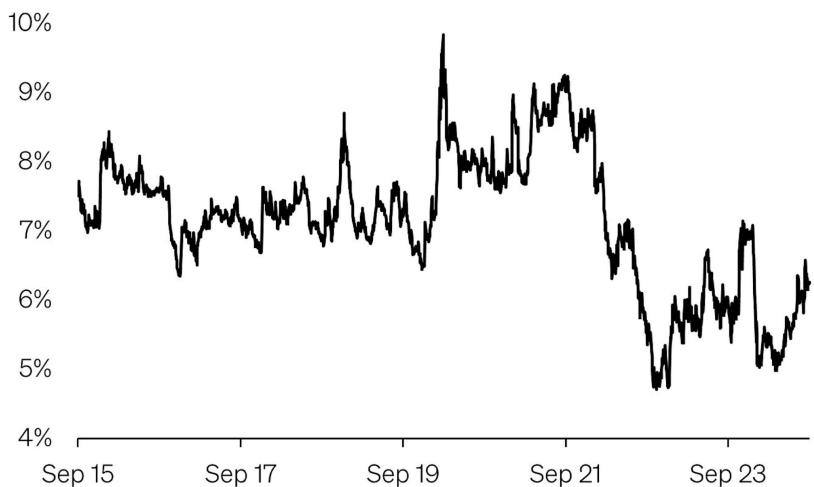
Source: Bloomberg

Risikoaufschläge

Die aktuellen Risikoaufschläge spiegeln eine sanfte Landung der Wirtschaft wider und deuten darauf hin, dass Unternehmen von künftig niedrigeren Zinsen profitieren könnten. Wir erwarten, dass sich in den kommenden Monaten Chancen für höhere Risikoauschläge ergeben werden und halten daher an unserer Präferenz für Qualität fest.



Risikoprämie Aktien USA



Aktien Risikoprämie

Mit niedrigeren Zinsen und sinkender Inflation und steigende Gewinnerwartungen steigen auch die Risikoprämien für Aktien in unserer Einschätzung. Diese bleiben zwar auf einem niedrigen Niveau, aber bewegen sich etwas näher in Richtung einer neutralen Bewertung.



PMI verarbeitendes Gewerbe

	Dez 22	Jan 23	Feb 23	Mrz 23	Apr 23	Mai 23	Jun 23	Jul 23	Aug 23	Sep 23	Okt 23	Nov 23	Dez 23	Jan 24	Feb 24	Mrz 24	Apr 24	Mai 24	Jun 24	Jul 24	Aug 24	Sep 24
Weltweit	48.7	49.1	49.9	49.6	49.5	48.7	48.6	49.0	49.2	48.8	49.3	49.0	50.0	50.3	51.0	50.8	49.7	49.5				
USA ISM	48.1	47.4	47.7	46.5	47.0	46.6	46.4	46.5	47.6	48.6	46.9	46.6	47.1	49.1	47.8	50.3	49.2	48.7	48.5	46.8	47.2	
Europa	47.8	48.8	48.5	47.3	45.8	44.8	43.4	42.7	43.5	43.4	43.1	44.2	44.4	46.6	46.5	46.5	46.1	45.7	47.3	45.8	45.8	44.8
UK	45.3	47.0	49.3	47.9	47.8	47.1	46.5	45.3	43.0	44.3	44.8	47.2	46.2	47.0	47.5	50.3	49.1	51.2	50.9	52.1	51.5	51.5
Schweiz	54.5	49.3	48.9	47.0	45.3	43.2	44.9	38.5	39.9	44.9	40.6	42.1	43.0	43.1	44.0	45.2	41.4	46.4	43.9	43.5	49.0	
China Local	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1	50.8	50.4	49.5	49.5	49.4	49.1	
Japan	48.9	48.9	47.7	49.2	49.5	50.6	49.8	49.6	49.6	48.5	48.7	48.3	47.9	48.0	47.2	48.2	49.6	50.4	50.0	49.1	49.8	49.6

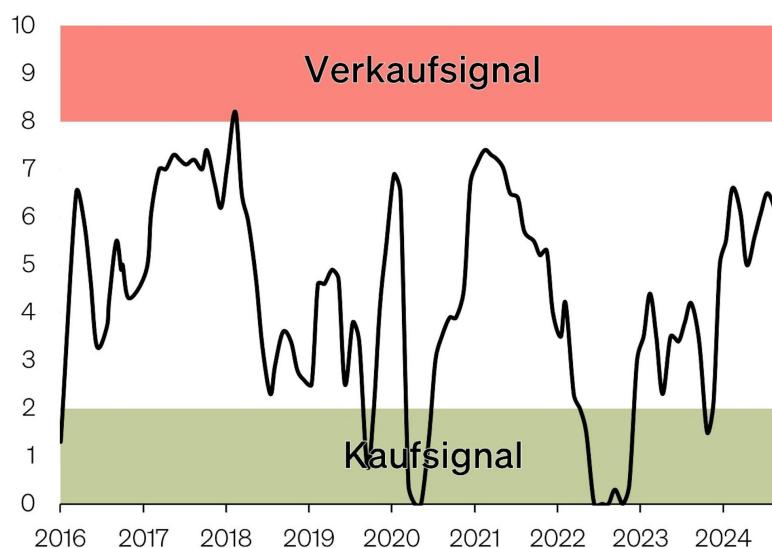
Dienstleistungs PMI

	Dez 22	Jan 23	Feb 23	Mrz 23	Apr 23	Mai 23	Jun 23	Jul 23	Aug 23	Sep 23	Okt 23	Nov 23	Dez 23	Jan 24	Feb 24	Mrz 24	Apr 24	Mai 24	Jun 24	Jul 24	Aug 24	Sep 24
Weltweit	48.0	50.0	52.5	54.3	55.2	55.3	53.3	52.6	51.0	50.7	50.4	50.7	51.6	52.3	52.4	52.4	52.7	54.0	53.1	53.3	53.8	
USA ISM	49.0	54.7	55.0	51.2	52.3	51.0	53.6	52.8	54.1	53.4	51.9	52.5	50.5	53.4	52.6	51.4	49.4	53.8	48.8	51.4	51.5	
Europa	49.8	50.8	52.7	55.1	56.2	55.1	52.0	50.9	47.9	48.7	47.8	48.7	48.8	48.4	50.2	51.5	53.3	53.2	52.8	51.9	52.9	50.5
UK	49.9	48.7	53.5	52.9	55.9	55.2	53.7	51.5	49.5	49.3	49.5	50.9	53.4	54.3	53.8	53.1	55.0	52.9	52.1	52.5	53.7	52.8
Schweiz	49.5	56.7	55.3	54.2	52.2	52.6	49.6	42.7	50.3	52.8	52.2	53.6	56.9	54.6	53.0	47.6	55.6	48.8	52.0	44.7	52.9	
China	39.4	54.0	55.6	56.9	55.1	53.8	52.8	51.5	50.5	50.9	50.1	49.3	49.3	50.1	51.0	52.4	50.3	50.5	50.2	50.0	50.2	
Japan	51.1	52.3	54.0	55.0	55.4	55.9	54.0	53.8	54.3	53.8	51.6	50.8	51.5	53.1	52.9	54.1	54.3	53.8	49.4	53.7	53.7	53.9

Beschreibung: Der Einkaufsmanagerindex (PMI) ist ein vorausschauender Wirtschaftsindikator, der auf Umfragen bei Unternehmen beruht. Ein Wert über 50 weist auf ein sich verbessertes Umfeld hin, wohingegen ein Wert unter 50 auf ein schlechteres Umfeld hindeutet.

Frühindikatoren

Die Frühindikatoren zeigen insbesondere im Industriesektor keine Anzeichen für eine sanfte Landung der Wirtschaft. Während das Dienstleistungsgewerbe gute Zahlen verzeichnet, fehlt es dem verarbeitenden Gewerbe weiterhin an positiven Impulsen, welche für einen stabilen Wirtschaftsverlauf in den kommenden Monaten notwendig wären.

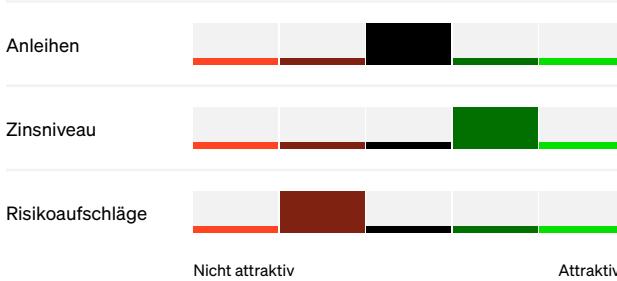


Risikoindex

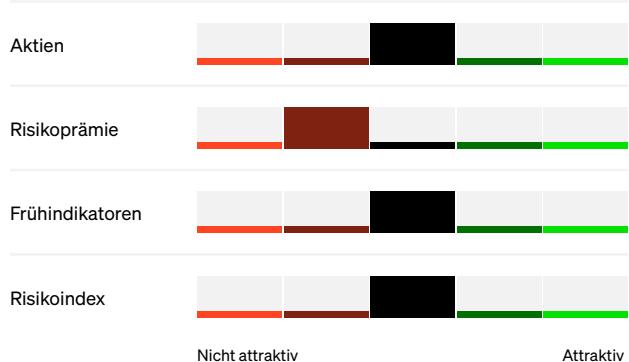
Der Risikoindex ist im letzten Monat leicht gesunken, verharrt aber nach wie vor im neutralen Bereich.



Anleihen



Aktien



Appendix

Sound Insights ist das zentrale Werkzeug für unsere Anlageallokation. Mit ihm beurteilen wir systematisch und konsistent die Aspekte, die für die Entwicklung der Finanzmärkte relevant sind. In der Folge können sich unsere Kunden auf eine rationale und antizyklische Umsetzung unserer Anlageentscheidungen verlassen.

- **Konzentration auf das Wesentliche**
Zinsniveau, Risikoausfall, Bewertung, Wirtschaftsentwicklung, Anlegerstimmung und -positionierung. Das sind die zentralen Faktoren. Sie entscheiden über den Erfolg an den Finanzmärkten. Besonders in turbulenten Zeiten, wenn die Versuchung besonders gross ist, irrational den Schlagzeilen hinterherzulaufen.
- **Vergleichbarkeit über Ort und Zeit**
Die genannten Faktoren sind für alle Märkte und zu jeder Zeit gleichermaßen relevant. Dies ergab sich aus einem strengen «Backtesting», welches sich rollend in die Zukunft fortsetzt.
- **Bündeln unserer kumulierten Anlageerfahrung**
Unsere Stärke liegt in den langjährigen Erfahrungen unserer Partner und Principals. Genau diese Erfahrungen fassen wir zusammen und machen sie mittels Sound Invest anwendbar.
- **Transparenz**
Durch die monatliche Publikation wissen unsere Kunden stets, wo wir im Anlagezyklus stehen und wohin die Reise an den Finanzmärkten geht.

Disclaimer

Das vorliegende Dokument stellt Werbung dar und dient ausschliesslich zu Informationszwecken sowie der ausschliesslichen Nutzung durch den Empfänger. Dieses Dokument wurde von Sound Capital AG (nachfolgend «SoundCapital») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. SoundCapital bietet jedoch keine Gewähr für dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen von SoundCapital zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Dienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Bezug eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Angaben aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, wird keine Zusicherung bezüglich ihrer Richtigkeit und Vollständigkeit abgegeben. Die bisherige Performance einer Anlage ist kein verlässlicher Indikator für deren zukünftige Entwicklung. Performance-Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die zukünftigen Ergebnisse. Dieses Dokument richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbietet. Es darf ohne schriftliche Genehmigung von SoundCapital weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.