

Executive Summary

- Der Rückzug von Joe Biden 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 Berichtssaison ist in vollem Gange.



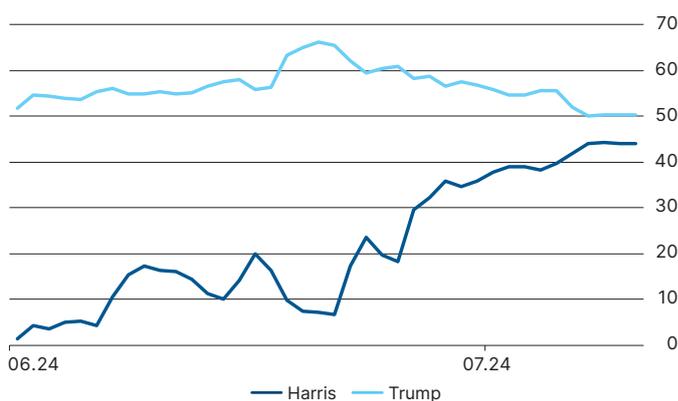
Fokusthema

Biden zieht sich aus Rennen um Präsidentschaft zurück

- Der amtierende US-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. Innerhalb einer Woche erhöhte sich dieser Betrag auf über 200 Millionen USD.
- Auch potenzielle parteiinterne Konkurrenten hatten umgehend bekanntgegeben, nicht zur Verfügung zu stehen und haben den Weg für Kamala Harris geebnet.
- Die Republikaner müssen sich nun auf die veränderten Bedingungen einstellen. Kamala Harris kann als jüngere Kandidatin und als Frau mit Migrationshintergrund grosse Wählergruppen für sich gewinnen. Die Nominierung von Tim Walz aus Minnesota als Kandidaten für das Amt des Vizepräsidenten ist ein strategisch geschickter Zug und dürfte weitere Wählerschichten erschliessen. 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.

Trump vs. Harris: Implizite Wahrscheinlichkeit der Wettanbieter

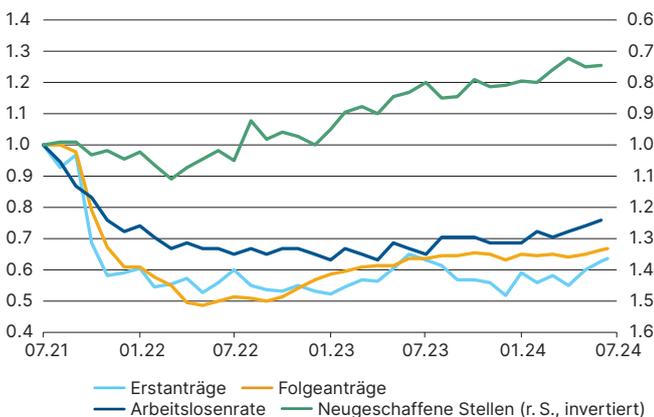


Quelle: RealClearPolitics, Betting Average

US-Wirtschaft läuft weiter

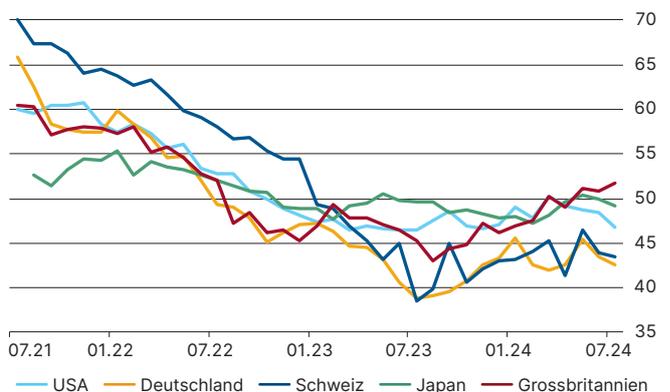
- Die Geldpolitik der Fed ist gemäss einer Umfrage der Bank of America bei den Fondsmanagern so restriktiv wie seit 2008 nicht mehr und hinterlässt Spuren einer konjunkturellen Abkühlung. Seit den Nach-Pandemie-Tiefständen im ersten Quartal 2023 von 3,4% steigt die Arbeitslosenrate stetig auf nunmehr 4,1% an. 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 in den USA 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. Dennoch kommen wegen der jüngst publizierten Wirtschaftsdaten Konjunktursorgen auf.
- Der positive Wachstumsimpuls aus den USA dürfte sich auch günstig auf eine konjunkturelle Belebung in Europa auswirken. Vorerst fallen die Zahlen aber enttäuschend aus.
- In der Eurozone steigen die Einkaufsmanagerindizes sowohl in der Dienstleistung wie auch im verarbeitenden Gewerbe. Das wirtschaftliche Schwergewicht Deutschland überrascht positiv und Frankreich enttäuscht leicht. Die ifo-Umfragewerte für Deutschland wie auch die Stimmung der Unternehmen in Frankreich haben sich im Juli verschlechtert. Weil auch 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, aber etwas schwächere Signale und weist auf eine gemächliche Erholung hin.
- Der erwartete 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.

Arbeitsmarkt USA, indexierte Daten (3 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Einkaufsmanagerindizes verarbeitendes Gewerbe (3 Jahre)

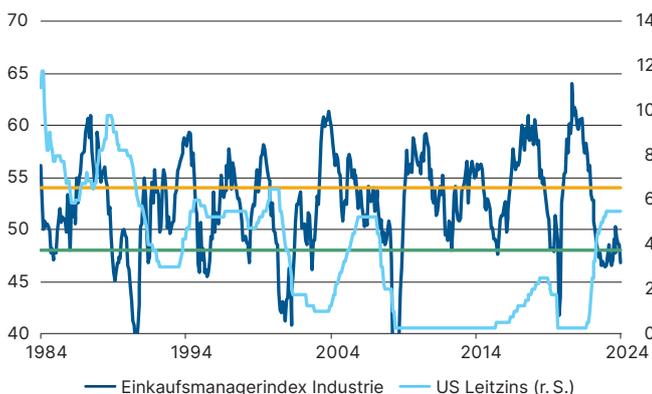


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Weitere Zinssenkungen werden erwartet

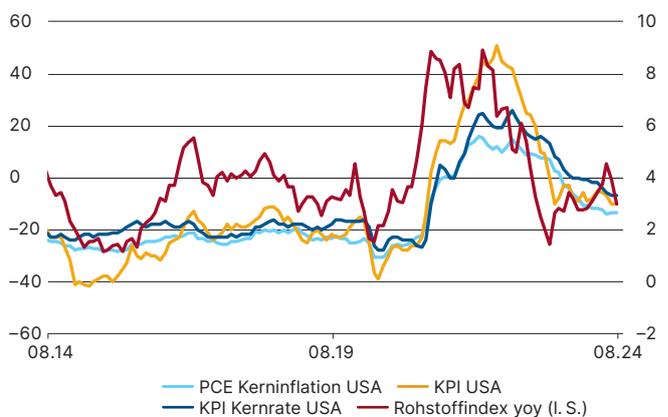
- Die Notenbanken verpflichten sich unmissverständlich den Wirtschaftsdaten als zentrale Einflussgrößen für die Steuerung ihrer Geldpolitik und demonstrieren ihre Unabhängigkeit von politisch motivierten Forderungen.
- Die EZB hat nach einer Zinssenkung anfangs Juni an der Sitzung vom 18. Juli eine Pause eingelegt. Der inländische Preisdruck aus den Bereichen Dienstleistung und Wohnen fällt deutlich, leistet aber mit 3,7% weiterhin einen erheblichen Beitrag zur Gesamtinflation. Er sollte sich aber nicht zuletzt angesichts der sinkenden Zinsen weiter zurückbilden. Die Finanzierungsbedingungen bleiben trotz Zinssenkung vorerst 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 bringen.
- Die SNB hat angesichts der tiefen Inflation und des bescheidenen Wachstums den Spielraum für die Lockerung der Geldpolitik genutzt. Eine Zinssenkung wird allenfalls bereits im September und ein weiterer Schritt im Dezember 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 die nächste Sitzung am 18. September erwartet und zwei weitere bis Ende Jahr.
- Im Weiteren haben die Notenbanken von England, 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 veranlassten die chinesische Zentralbank innert weniger Tage, die Zinsen auf mehreren Referenzzinssätzen teilweise auf Allzeit-Tiefs zu senken. Die Bedingungen für die Vergabe von Krediten befanden 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, sowie die Zinserhöhung um 15 Basispunkte am 31. Juli, haben zu einem technischen Trendbruch und zu einer heftigen Aufwertung des Yen um über 12% geführt. Auswirkungen auf den Aktienmarkt blieben nicht aus.

Einkaufsmanagerindex ISM Mfg als Indikator für Leitzinssenkungen (40 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Inflationsraten und Rohstoffpreise Jahresveränderung in % (10 Jahre)



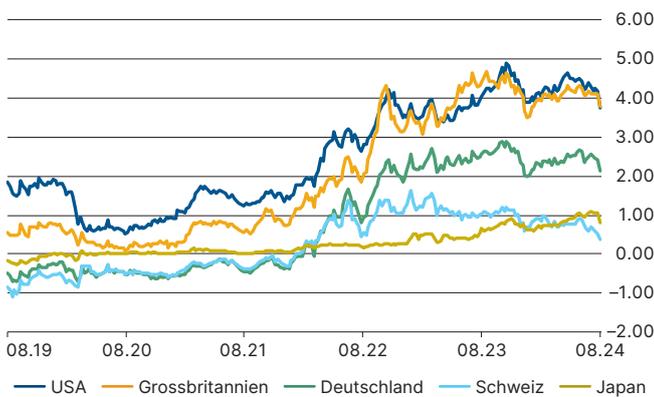
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Renditen volatil aber nicht auf Jahrestief

- Die Konjunktursorgen und geopolitische Eskalation belasten die Märkte. Von den Notenbanken werden nun vorgezogene Zinssenkungen erwartet. Die Inflationsraten auf Jahresbasis sind mit Ausnahme der Schweiz aber noch nicht auf Zielkurs. Dies dürfte nun in den Hintergrund treten. Neben den Notenbanken von England, Kanada, Schweden, China, der Eurozone und der Schweiz dürften bis Ende Jahr nun auch die Fed ihre Geldpolitik lockern. Entsprechend erwarten wir über die kommenden Monate leicht sinkende Renditen mit steigenden Kursen.
- Renditen auf 10-jährigen Staatsanleihen von 3,7% in den USA und 2,1% auf deutschen Staatspapieren erachten wir weiterhin als attraktiv. In der Schweiz liegt dieser Satz bei rund 0,4% und resultiert bereits wieder in einer negativen Realverzinsung. Im Hinblick auf eine lockerere Geldpolitik bietet sich die Gelegenheit für eine Erhöhung der Duration.
- Die Zinsen auf hochverzinslichen Anleihen und Unternehmensanleihen reagieren auf die konjunkturellen Verunsicherungen und die Eskalation im Nahen Osten mit einem empfindlichen Anstieg.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)

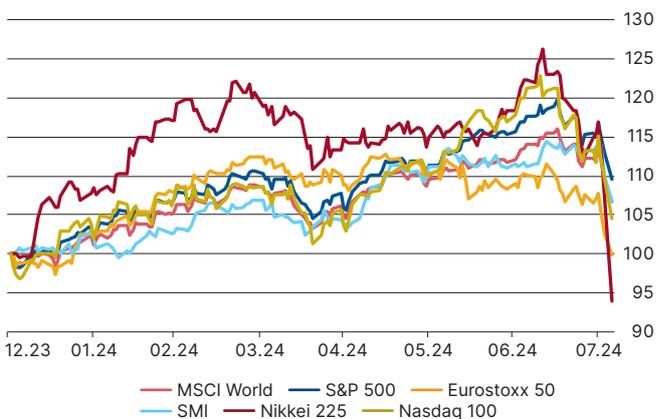


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

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 technologielastigen Nasdaq verlief gegenläufig. Die Differenz der Tagesschwankungen in diesen Indizes war auffällig hoch und mahnt zur Vorsicht.
- Der schwache US-Arbeitsmarkt und die geopolitischen Unsicherheiten trafen auf ein bereits alarmiertes Marktumfeld und bewirkten grössere Korrekturen, die wir aber als übertrieben einstufen.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2024, indiziert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Währungen: Der Franken als sicherer Hafen

- Der handelsgewichtete Dollar-Index fällt aus der seit vier Monaten etablierten Bandbreite von 104,0 bis 106,5 Indexpunkten nach unten heraus, notiert aber seit Jahresbeginn noch immer rund 1% fester. Dies widerspiegelt die veränderten Zinserwartungen in den USA. 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-Spread 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 verlief der Franken/Dollar-Kurs. Nach einer Erstarung 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.
- Vor dem Hintergrund der konjunkturellen und geopolitischen Unsicherheiten wird der Franken seinem Ruf als sicherer Hafen gerecht und wertet auf.

Euro und Dollar gegen Franken, 1 Jahr

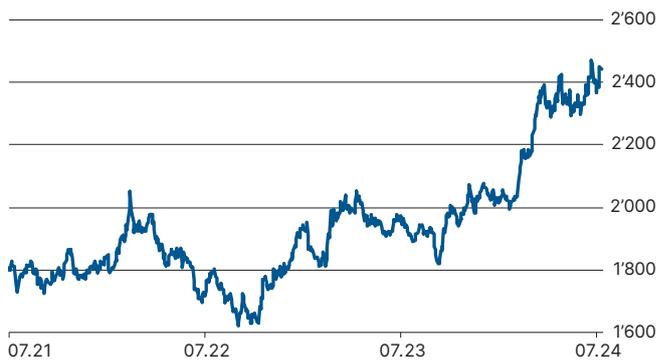


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold: Aufwärtstrend intakt

- Seit der Ankündigung der chinesischen Zentralbank ihre Goldkäufe seit April ausgesetzt zu haben, hat der Unzenkurs 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 pandemiebedingt noch beschleunigt.
- Die Nachfrage ist fragmentierter und schwankungsanfälliger als die Angebotsseite. 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.

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.



Ersparniskasse Schaffhausen AG
Münsterplatz 34
8200 Schaffhausen
+41 52 632 15 15
info@eksh.ch
ersparniskasse.ch