

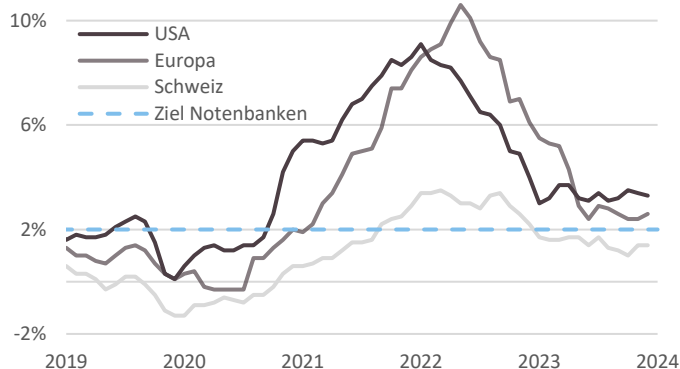
Börsen 2024: Fazit erstes Halbjahr

Widerstandsfähige Weltwirtschaft

Dank robuster Konsumentenausgaben und einer fiskalpolitischen Schuldenwirtschaft trägt die amerikanische Wirtschaft wesentlich zur beeindruckenden Widerstandsfähigkeit der globalen Konjunktur bei. So halten unterdessen die meisten Ökonomen ein "Soft Landing" – eine kontrollierte Abkühlung der Wachstums- und Inflationsraten ohne rezessive Episoden – für das wahrscheinlichste Szenario für die US-Wirtschaft. Nun aber macht sich das restriktive Zinsumfeld zunehmend in den wirtschaftlichen Daten bemerkbar. So hat die Dynamik am Arbeitsmarkt zuletzt nachgelassen. Dadurch sollten sich das Lohn- und Konsumwachstum weiter verlangsamen. Zudem wirken sich die anhaltend hohen Kapitalkosten negativ auf das Wachstum der Investitionstätigkeit aus. Insgesamt scheint das Wachstumspotenzial in den USA, aber auch andernorts, durch diese Faktoren für den weiteren Jahresverlauf limitiert.

Der Trend der sinkenden Inflationsraten, insbesondere in den USA, verlangsamt sich, wodurch frühere Hoffnungen auf baldige, spürbare Zinssenkungen weitgehend zu nichte gemacht wurden.

Grafik 1: Inflation* in den USA, Europa und der Schweiz



Quelle: Bloomberg, Belvalor; *Konsumentenpreisindex (CPI); Europa: Eurozone

Anders in der Schweiz, welche an der Spitze der Zinssenkungen unter den Zentralbanken der Industrieländer steht. Nach einer ersten Senkung im März hat die Schweizer Nationalbank die Zinsen im Juni ein zweites Mal um 0.25% auf noch 1.25% reduziert. Für den Entscheid, die Zinsen abermals zu senken, dürfte vor allem die vergleichsweise tiefe Inflation und der im Juni wiedererstarkte Schweizer Franken gesprochen haben. Von der

Europäischen Zentralbank sind nach einer ersten Leitzinsreduktion im Juni weitere Zinssenkungen im Laufe der zweiten Jahreshälfte zu erwarten.

Divergenzen am Aktienmarkt

In Bezug auf das Weltgeschehen war die Entwicklung des Aktienmarktes erstaunlich robust. Angetrieben von einigen grossen (Technologie-)Schwergewichten haben zahlreiche Aktienindizes neue Höchststände erreicht. Auch der Schweizer Aktienmarkt blickt auf ein ansprechendes erstes Halbjahr 2024 zurück. In den USA und Teilen Europas haben die Divergenzen jedoch stark zugenommen, so dass die Kursentwicklung ohne den Antrieb der diesjährigen Börsenüberflieger vielerorts nicht mehr ganz so rosig aussieht. Eine Entwicklung, die nicht nur positiv stimmt. Weitere, nachhaltige Kursavancen müssten von einer grösseren Anzahl Aktien getragen werden.

Konklusion und Positionierung

Nach wie vor erachten wir die globale Inflationsdynamik als wichtigsten Faktor in der weiteren Entwicklung der Finanzmärkte. Die mancherorts noch hartnäckige Inflation zwingt die Notenbanken in Sachen Zinssenkungen Vorsicht walten zu lassen, um ein erneutes Aufflammen zu verhindern. Die Geldpolitik bleibt dort entsprechend restriktiv. Dennoch hat die zarte wirtschaftliche Erholung in Europa zuletzt etwas an Fahrt aufgenommen, was in den Aktienkursen – vor allem in zyklischen Werten – bereits teilweise reflektiert wird.

Der Schweizer Franken dürfte im zweiten Halbjahr 2024 zur Stärke tendieren

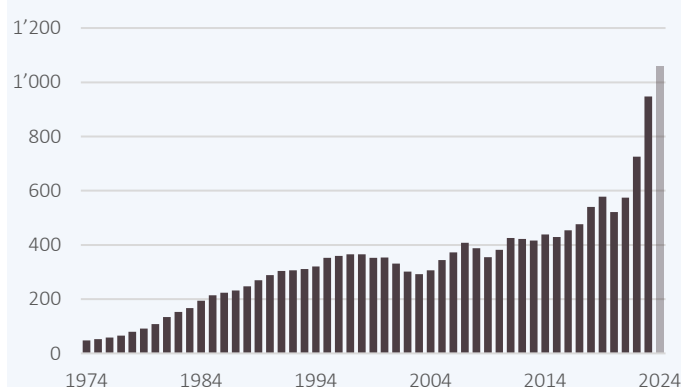
Die Unsicherheit bezüglich Inflations- und Zinsentwicklung bleibt vorderhand bestehen und die geopolitischen Risiken sind mit den Wahlen in Europa nicht kleiner geworden. Die US-Präsidentenwahlen im Herbst sind ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor. Die erwähnten Risiken sprechen grundsätzlich für einen starken Franken und eine langfristige, diversifizierte Anlagestrategie, an welcher wir festhalten: Fokus auf Realwerte mit Inflationschutzcharakter, besonders Aktien. Eine nicht vollständig ausgeschöpfte Aktienquote ermöglicht es uns, bei Korrekturen weiteres Kapital in Qualitätsunternehmen mit guten Renditen auf das eingesetzte Kapital zu investieren.

Rekordhohe Verschuldung und höhere Zinsen: Unsere Gedanken zum US-Haushaltsdefizit und den Befürchtungen einer möglichen neuen Schuldenkrise in Europa

Die Welt versinkt in Schulden. Laut einer Statistik des Institute of International Finance (IIF) ist die globale Verschuldung zuletzt auf einen Rekordwert von USD 315 Billionen (in Zahlen: 315'000'000'000'000) gestiegen. Auch wenn die Schuldenstände insbesondere in Entwicklungsländern seit der Corona-Pandemie stark zugenommen haben, richten Finanzmarktakteure ihr Augenmerk vor allem auf die USA mit ihrem hohen Refinanzierungsbedarf und ihren rekordhohen Defiziten. Trotz dem zuletzt noch starken Wirtschaftswachstum dürfte das US-Budgetdefizit in diesem Jahr bei 5.6% und im kommenden Jahr bei 6.1% liegen. Die gegenwärtigen Schulden auf Bundesebene in Höhe von gut USD 34.7 Billionen entsprechen per Anfang 2024 etwas mehr als 121% der jährlichen Wirtschaftsleistung gemessen am Bruttoinlandprodukt (BIP) Amerikas. Das Congressional Budget Office (CBO), eine überparteiliche Forschungsanstalt, geht in seinen Prognosen davon aus, dass sich dieser Wert bis 2050 auf über 180% erhöhen wird.

Der Anstieg des Zinsniveaus am Markt für US-Staatsanleihen in den vergangenen zwei Jahren hat dazu geführt, dass die Zinslast der USA im laufenden Jahr erstmals auf über USD 1'000 Milliarden steigen wird. Das entspricht einer Verdoppelung innerhalb von vier Jahren. Die USA geben damit pro Jahr allein für den Zinsdienst aktuell mehr Geld aus als für den Verteidigungsetat – oder mehr als die jährliche Wirtschaftsleistung der Schweiz.

Grafik 2: Jährliche Zinszahlungen der USA (in Mia. \$)



Quelle: St. Louis Fed, Belvalor

Im politischen Diskurs in den USA sind die Staatsfinanzen kaum ein Thema. Weder Joe Biden noch Donald Trump setzen sich in ihren Programmen für eine vernünftige Fiskalpolitik ein. Daher erscheinen die oben genannten Projektionen als glaubhaft, wenn nicht sogar optimistisch.

In Europa hat die Verunsicherung zwar noch nicht die Ausmasse angenommen wie zu Beginn der «Eurokrise»

im Jahr 2011, jedoch verstösst rund die Hälfte der Euroländer permanent gegen die selbst gesetzten Schuldenregeln, die unter anderem eine maximale Staatsverschuldung von 60% des BIP fordern. Aktuell belaufen sich die Schulden Frankreichs auf 111% des BIP und das Land hat vor 50 Jahren zum letzten Mal einen Überschuss im Staatshaushalt erwirtschaftet. So ist Frankreich nebst den USA und Japan mittlerweile der drittgrösste staatliche Schuldner der Welt. Zahlreiche andere Länder in der Eurozone weisen ähnliche Schuldenniveaus im Vergleich zum BIP auf. In der Schweiz liegt die Staatsverschuldung derzeit bei knapp 40% des BIP, was nicht zuletzt dem Artikel 126 der Schweizer Bundesverfassung – der sogenannten Schuldenbremse – zu verdanken ist.

Konklusion und Positionierung

Die Schuldenstände in den genannten Volkswirtschaften werden wahrscheinlich nicht sofort zu Krisen führen, da Finanzpolitik und Zentralbanken noch Spielraum haben. Zudem könnten sinkende Zinsen vorübergehend eine Entlastung für die Staaten bedeuten, da die Schulden dadurch günstiger werden. Langfristig ist jedoch eine Kursänderung unvermeidlich, da eine solch hohe staatliche Verschuldung nicht nachhaltig ist und möglicherweise durch populistische Massnahmen von Regierungen zusätzlich verstärkt wird.

Ein Blick nach Japan, das mehr als 250% seines BIP an Schulden hat und damit weltweit am höchsten verschuldet ist, zeigt, wie es für andere verschuldete Volkswirtschaften weitergehen könnte: Die Zentralbanken kaufen verstärkt neue Staatsanleihen, um die Nachfrage künstlich zu stimulieren und die Zinsen so trotz sich verschlechternder Bonität niedrig zu halten. Diese expansive Geldpolitik führt zwangsläufig zu einer Abwertung der Währung, da die Geldmenge erhöht wird.

Eine weitere Währungsabwertung hochverschuldeter Staaten ist wahrscheinlich

Unsere Anlagestrategie konzentriert sich mehr denn je auf wertbeständige Realwerte wie Aktien, um die genannten Risiken bereits heute zu berücksichtigen. Wir meiden langfristige Staatsanleihen und investieren einen Grossteil der Vermögenswerte in Schweizer Franken, der als sicherer Hafen gilt und seinen Wert über die Zeit bewahrt hat. Gegenüber Währungen hoch verschuldeter Staaten bleiben wir vorsichtig.