

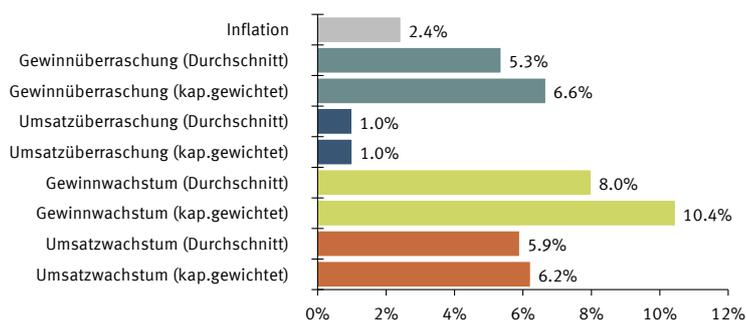
Am 5. November werden die US-Wahlen entschieden. Das beste Szenario wäre, wenn der oder die Unterlegene der neuen Präsidentin resp. dem neuen Präsidenten gratulieren würde. Alles andere wäre negativ für die USA und die Finanzmärkte. Die USA bleiben die globale Wirtschaftslokomotive, während Europas Wachstum nicht vom Fleck kommt und die Hoffnungen auf die angekündigten Stimulierungsmassnahmen aus China mit einigen Unsicherheiten behaftet sind. Dieses wirtschaftliche Ungleichgewicht widerspiegelt sich auch in einem stärkeren US-Dollar. TINA – "there is no alternative", oder auf Deutsch "es fehlt an Alternativen" – ist zurück in der Schweiz. Wer Obligationen wiederanlegt, sieht sich wieder mit der Herausforderung konfrontiert, überhaupt eine positive reale Rendite zu erzielen. Dieser Umstand dürfte den sehr defensiven Aktien zugutekommen. Bei der taktischen Asset-Allokation belassen wir Aktien auf «Übergewichten».

Marktdaten

Index	Stand	Veränderung seit		Markt-P/E-25	
		28.10.24	29.10.23		31.12.23
New York	Dow Jones Ind. Avge	42'310	29.1%	12.3%	20.4x
New York	S&P 500	5'832	41.0%	22.3%	22.8x
New York	Nasdaq	18'637	48.0%	24.2%	26.6x
Europa	Stoxx-50 Euro	4'955	22.4%	9.6%	13.9x
Tokio	Nikkei 225	38'904	27.1%	16.3%	19.5x
Schweiz	Swiss Perf. Index	16'131	18.9%	10.7%	19.3x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.45%	-60 bps	-35 bps	
USD/CHF		0.87	-3.3%	3.3%	
EUR/CHF		0.94	-1.2%	1.0%	

Zwischenstand Gewinnberichtssaison Q3 2024

S&P 500: Gewinn- und Umsatzresultate



Die Gewinnberichterstattung für das dritte Quartal 2024 ist angelaufen und im S&P 500 haben bisher 182 von 500 Firmen (36%) mit einer Marktkapitalisierung von USD 15'800 Mia. rapportiert. Um Klarheit über die Gewinndynamik zu erhalten, bereinigen wir die Daten von Ausreissern und unterscheiden zwischen durchschnittlichen und kapitalgewichteten Werten. Diese Betrachtungsweise zeigt auf, ob die Gewinndynamik vor allem von grosskapitalisierten und/oder kleinen und mittelgrossen Firmen getragen wird. Die Gewinnberichtssaison ist

bisher positiv verlaufen und zeigt einmal mehr, weshalb die USA der global führende Aktienmarkt sind. Auffallend ist, dass die Gewinnberichtssaison Q3 2024 nicht nur von Index-Schwergewichten wie Meta, Microsoft oder Alphabet getrieben ist, sondern die Firmen über die ganze Marktbreite hinweg bisher gute Resultate publiziert haben. Wegweisend für die Performance der Halbleiterindustrie werden die kommenden Resultate von Qualcomm am 6. November und Nvidia am 21. November 2024 sein.

Die US-Wahlen sind Geschichte oder die Ruhe vor dem Sturm?

Am 5. November ist es endlich so weit und die US-Wahlen sind Geschichte. Oder werden sie etwa in die Geschichte eingehen? Die US-Wahlen sind dann Geschichte, wenn entweder Kamala Harris oder Donald Trump dem anderen zum Wahlsieg gratuliert. Und sie gehen dann in die Geschichte ein, wenn Gouverneure oder Wahlbeamte sich weigern, einen knappen Sieg der Gegenpartei zu bestätigen und dieser Wahlbetrug vorwirft. In einem Land, das so gespalten ist wie derzeit die USA, ist dies möglich und für Investorinnen und Investoren kurzfristig wohl auch das grösste Risiko. Sicher ist bereits jetzt, dass es zu einer knappen Entscheidung kommen wird und die Wahlprogramme der zwei Präsidentschaftskandidaten nicht unterschiedlicher sein könnten. So will Donald Trump die Unternehmenssteuern senken, die Zölle auf chinesischen Importen erhöhen und die Immigration drastisch reduzieren. Kamala Harris hingegen will die Steuern erhöhen, Preiskontrollen für Lebensmittel einführen und die Medikamentenpreise senken. Für Investorinnen und Investoren stellt sich die Frage, wie man sich in einem solchen Umfeld positioniert. Die Antwort für langfristige Investitionen ist "erstmal am eingeschlagenen Weg festhalten". Zum einen investieren wir in Firmen und nicht in Wahlen, und zum anderen geht es bei den US-Wahlen nicht nur um die Präsidentschaft, sondern auch um Machtverschiebungen im Senat und Repräsentantenhaus. Sprich, es gibt im Vorfeld zu viele spekulative Variablen, um eine klare Position beziehen zu können. Viel wichtiger für unsere Entscheidungen sind die konjunkturelle Entwicklung und die Geldpolitik der Zentralbanken. Hier zeigen sich die USA weiterhin in sehr guter Verfassung, was von der laufenden Gewinnberichtssaison bestätigt wird. Europa bleibt schwach, und der Entscheid von Volkswagen, drei Werke zu schliessen, wird die Stimmung nicht verbessern. Chinas Schmerzgrenze wurde erreicht und die konjunkturellen Massnahmen sind unter dem Strich positiv. (her)

Unverändert instabil

Die konjunkturelle Situation ändert sich durch die leicht besseren Oktober-PMIs nicht grundlegend. Europa schwächt sich insgesamt weiter ab, die Schwäche wird aber durch eine anhaltende Stärke in den USA kompensiert. Die Kontraktion im verarbeitenden Gewerbe setzt sich global fort, wenn auch mit leicht nachlassender Dynamik. Aufgrund der leicht tieferen Dynamik eine Trendwende zu postulieren, wäre verfrüht. Die Stütze der Weltwirtschaft bleibt der Dienstleistungssektor, und daran haben die USA den grössten Anteil. Die hohen Leitzinsen scheinen das Wachstum insgesamt kaum zu belasten. Es scheint fast, als befände sich die Welt im Gleichgewicht. Aber selbst wenn das der Fall wäre, kann

Zinskurven

Im vergangenen Monat hatten wir erwähnt, dass die Fed-Mitglieder im Schnitt einen langfristig höheren Leitzins und ein strukturell stärkeres Wachstum erwarten. Auch wenn Monatsdaten keinen Aufschluss über langfristige Trends geben, haben starke Einzelhandelsumsätze und Arbeitsmarktdaten im Oktober dieser Argumentation Gewicht verliehen. Erwartete Zinssenkungen wurden ausgepreist. Wir gehen weiter davon aus, dass eine sinkende Inflation zu Zinssenkungen führen wird. Das schliesst langfristig höhere Wachstumserwartungen nicht aus. Als Gründe für ein höheres Wachstum werden häufig das Nearshoring und die Erneuerung der Infrastruktur genannt. Wenn das

US-Dollar

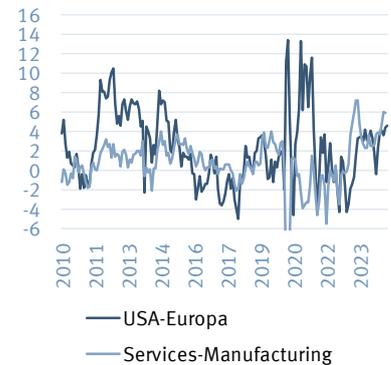
Die bereits erfolgte Zinssenkung durch die EZB und die Hoffnung auf weitere Zinsschritte im Dezember haben den Euro unter Druck gesetzt. Die besseren Konjunkturdaten aus den USA haben die Hoffnungen auf einen weiteren Zinsschritt durch die Fed gedämpft und den US-Dollar gestützt. In der Folge ist der Euro/US-Dollar-Kurs deutlich unter Druck geraten. Bloss, was heisst «deutlich»? Von 1.12 auf 1.08, ist das viel – insbesondere, wenn die Ungleichgewichte zwischen den USA und Europa so gross sind wie beschrieben und die USA sich kaum bemühen werden, diese abzubauen? Um die Veränderung des Wechselkurses beurteilen zu können, betrachten wir die annualisierte Volatilität auf Basis der vergangenen 52

dieses Gleichgewicht angesichts der regionalen und sektoralen Unterschiede nicht lange aufrechterhalten werden. Ein Ausgleich der Ungleichgewichte ist notwendig. Was die Abfolge der Veränderungen betrifft, so wäre vermutlich eine leichte Abschwächung der US-Konjunktur der erste wünschenswerte Schritt. Das würde Zinssenkungen nach sich ziehen, die China und Europa Luft zum Atmen geben würden, so dass diese die Wachstumsschwächen in den USA ausgleichen könnten. Für eine solche Entwicklung gibt es derzeit allerdings keine Anzeichen. Vielmehr ist zu erwarten, dass die USA versuchen, ihren Vorteil politisch zu konservieren und Anpassungen zu verhindern.

Wachstum und die Zinsen langfristig höher sind, die Zinsen kurzfristig aber gesenkt werden, kommt es zu steileren Zinskurven. Eine Differenz von 2% zwischen zwei- und zehnjährigen Anleihen ist historisch keine Seltenheit, aber hoch. Ein durchschnittliches Niveau von ca. 1% wäre durch Zinssenkungen von 1%, die das zweijährige Niveau um ca. 0.5% drücken, und einen Anstieg der 10-jährigen Renditen um 0.3% schon erreicht. Die Geldpolitik der Fed ist bei einem Leitzins von 4% nicht als locker zu beurteilen und erwartete Verluste in zehnjährigen Laufzeiten mit 2.4% sind kleiner als der laufende Zinsertrag. Die unterschiedlichen Sichtweisen sind also vereinbar, ohne grössere Turbulenzen auszulösen.

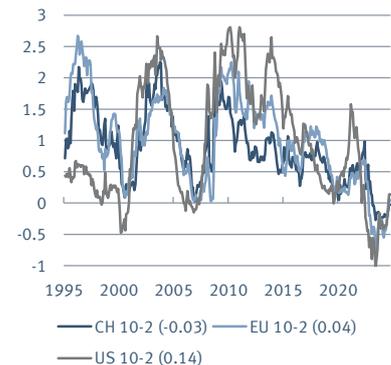
Wochen. Aktuell ist diese sehr tief. Seit Anfang 2023 bewegen sich Euro und US-Dollar in einem engen Band. Der Volatilität stellen wir eine modifizierte Differenz der Länder-PMIs gegenüber als Indikator für die Wachstumsdifferenzen. Uns ist dabei egal, ob die USA vor Europa liegen oder umgekehrt. Die Abweichung ist immer positiv. Es zeigt sich, dass die Schwankungen des Wechselkurses bei kleinen Wachstumsabweichungen erwartungsgemäss klein sind. Steigen die Abweichungen, egal zu wessen Gunsten, steigt auch die Volatilität des Wechselkurses. Die aktuelle Entwicklung legt nahe, dass im Euro/US-Dollar-Kurs mit deutlich mehr Volatilität zu rechnen ist. Je länger versucht wird, die Unterschiede zu zementieren, desto höher ist die zu erwartende Volatilität. (tk)

PMI-Ungleichgewichte



Die Differenz zwischen Dienstleistungssektor und verarbeitendem Gewerbe war nur am Ende der Pandemie grösser, und jene zwischen den USA und Europa nur während der Eurokrise und der Pandemie.

Zinskurven 10-2 Jahre



Die Zinskurven werden steiler. Das geschieht aber nicht nur durch höhere Zinsen am langen Ende. Eine Kombination ist wahrscheinlich und nicht dramatisch. Mit mittleren Laufzeiten ist man gut beraten.

PMI-Differenz und Währung



Die modifizierte PMI-Differenz gibt die absolute Abweichung der Länder-PMIs an. Sie ist über drei Monate geglättet und weist auf die Risiken einer erhöhten Wechselkursvolatilität hin.

TINA ist zurück in der Schweiz – leider

Langjährige Investorinnen und Investoren mögen sich vielleicht noch daran erinnern: 2007 betrug die Rendite von zehnjährigen Schweizer Staatsanleihen 3%. Mit dem Start der globalen Kreditkrise 2008 und der darauffolgenden Eurokrise 2011 sanken die Renditen bis Ende 2014 sukzessive auf 0%. Dies war die Geburtsstunde von TINA – "there is no alternative" oder auf Deutsch "es fehlt an Alternativen". TINA stürzte Wiederanlegerinnen und -anleger von Obligationen bei einem 0%-Zinsumfeld in ein tiefgreifendes Dilemma. Es kam aber noch schlimmer: Von Ende 2014 bis Ende 2021 betrug die durchschnittliche Rendite von zehnjährigen Schweizer Staatsanleihen –0.3%. Sprich, man bezahlte der Eidgenossenschaft sogar Geld, damit man ihre Schuldpapiere kaufen durfte. Damit zwang TINA konservative Investorinnen und Investoren, sich nach risikoreicheren Anlagen umzusehen. Die klassischen Alternativen in diesem Umfeld waren Schweizer Immobilienfonds und sogenannte Obligationen-Proxies. Dies waren nichts anderes als möglichst defensive Aktien mit einer guten Dividendenrendite. Im Jahr 2022 führten die steigenden Zinsen nochmals zu Verlusten, und erst ab 2023 konnte man mit Obligationen wieder gutes Geld verdienen. Grafik 1 zeigt die Performance des SPI-Index und des Index für Schweizer Staatsanleihen 1-10-Jahre seit 2023. Sprich, über die letzten knapp zwei Jahre konnte man mit Staatsanleihen rund 7% erwirtschaften; mit Firmenanleihen waren es rund 9%.

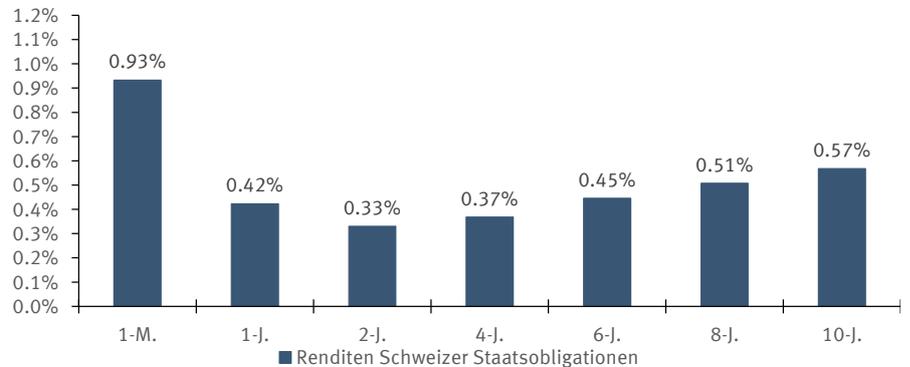
Der Wind hat gedreht

Nach gerade mal zwei Jahren positiver Performance scheinen die guten Zeiten für Besitzerinnen und Besitzer von Obligationen schon wieder vorbei zu sein und TINA meldet sich in der Schweiz zurück. Sprich, die Zinskurve und die Renditen haben sich wieder deutlich nach unten verschoben. Grafik 2 zeigt die Renditen für Schweizer Staatsanleihen mit verschiedenen Laufzeiten. In Anbetracht der derzeitigen Inflation von 0.8% lässt sich bei sicheren Obligationen kein Geld mehr verdienen und man muss wieder deutlich mehr Risiken eingehen und auf Firmenanleihen mit BBB-Ratings ausweichen. So richtet sich der Blick wieder auf Schweizer Immobilienfonds und Aktienanlagen mit "Obligationen-Proxy"-Charakter. **Schweizer Immobilienfonds** erwirtschaften eine Rendite von rund 2.4% und sind eine attraktive Alternative. Gründe hierfür sind, dass mit der tiefen

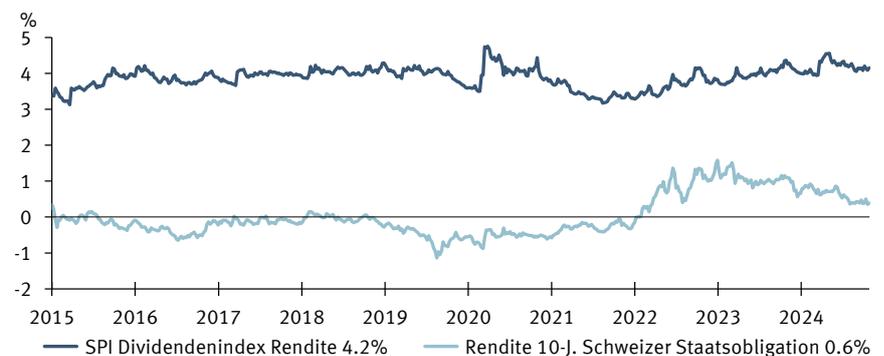
Grafik 1: Performance SPI-Index und Staatsanleihen seit 2023



Grafik 2: Renditen von Schweizer Staatsanleihen mit verschiedenen Laufzeiten



Grafik 3: SPI-Dividendenindex im Vergleich zu zehnjährigen Staatsanleihen



Leerstandsquote die Immobilienpreise gut gestützt sind und sich die Finanzierungsseite mit der dritten SNB-Zinssenkung auf 1% nochmals verbilligt hat. Für **Aktienanlagen mit "Obligationen-Proxy"-Charakter** kann der SPI-Dividendenindex genommen werden. Wie in Grafik 3 ersichtlich, beträgt die Dividendenrendite im SPI-Dividendenindex mit zwanzig Titeln derzeit 4% und damit rund das zehnfache von zehnjährigen Schweizer Staatsobligationen mit einer Rendite von 0.4%. Anlegerinnen und Anleger, die aktiv nach Alternativen suchen, müssen sich aber bewusst sein, dass solche "Obligationen-Proxy"-Anlagen immer noch Aktien sind, eine andere Risikostruktur

aufweisen und keinen Ersatz für Obligationen darstellen. So hatte der SPI-Dividendenindex 2022 rund 10% an Wert eingebüsst. Wenn man aber aufgrund von TINA gezwungenermassen den Spagat machen muss, um noch eine Rendite erwirtschaften zu können, sind Anlagen in konservativen Aktien mit einer attraktiven Dividendenrendite ein probates Mittel. Hinzu kommt, dass vorderhand immer noch mehr "für" als "gegen" ein ansprechendes Aktienumfeld spricht. Die US-Wirtschaft bleibt die Wachstumslokomotive der Welt, und während Europa mit sich hadert, wurde bei der chinesischen Regierung die Schmerzgrenze erreicht und sie hat begonnen, die Wirtschaft aktiv zu unterstützen. (her)

Übersicht

Zum einen hat sich der wirtschaftliche Grundtenor verschlechtert. Zum anderen haben die Zentralbanken die Zinsen

gesenkt und der Markt erwartet weitere Zinssenkungen. Eine zyklische Ausrichtung ist weiterhin gerechtfertigt.

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	2	4
Grundstoffe	+	+	-5	21
Investitionsgüter	+	+	-2	38
Zyklischer Konsum	0/+	0/+	-2	29
Nichtzykl. Konsum	0	0	-3	17
Gesundheitswesen	+	+	-3	22
Finanzwerte	0	0	2	45
Info Technologie	0	0	3	56
Medien/Telekom	0/-	0/-	1	44
Versorger	0	0	-1	31
Immobilien	0/-	0/-	0	0

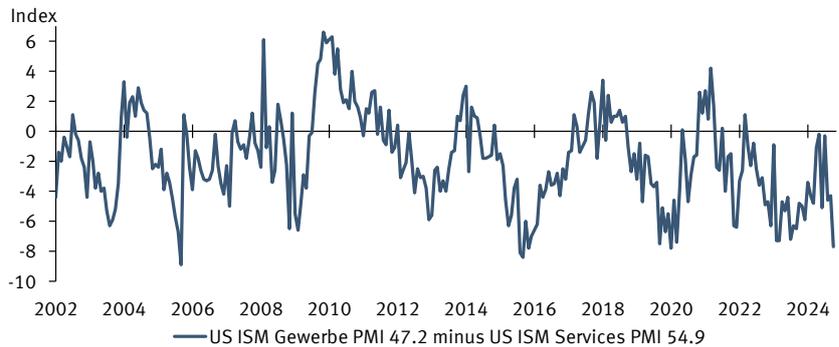
Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Beurteilung				Perform. %				Obligationen					Wechselkurs	
	alt		neu		1 Mo	12 Mo	alt		neu		0-3	3-5	5-10	gegen CHF	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo	alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu				
Europa Euro (Stoxx-50)	0	0	-2	23	EUR	0	0	0	0	0/+	0	0	0	0	
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	-1	13	GBP	-	-	-	-	-	0	0	0	0	
USA (S&P 500)	0	0	2	42	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	+	+			
Japan (Nikkei 225)	0	0	3	27	JPY	0	0	0/-	0/-	0/-	0	0			
Schweiz (SPI)	+	+	-1	19	CHF	0	0	0	0	0/+					

Anomalie zwischen den ISM-Indizes "Manufacturing" und "Services"

Der ISM-Index "Manufacturing" ist ein wichtiger Wirtschaftsindikator, der die Dynamik des US-amerikanischen Fertigungssektors misst. Der Index basiert auf Umfragen bei rund 600 Einkaufsmanagern in der Produktion und Industrie in Bezug auf Neuaufträge, Produktion, Beschäftigung, Lieferfristen und Lagerentwicklung. Der ISM-Index "Services" basiert auf ähnlichen Umfragen im Dienstleistungssektor. In den USA, aber auch in anderen entwickelten Ländern, ist der Dienstleistungssektor besonders wichtig, da er rund zwei Drittel der Wirtschaftsleistung ausmacht. Bei den Umfragen muss lediglich eine Antwort gegeben werden auf die Frage, ob sich die Bedingungen im Vergleich zum Vormonat verbessert oder verschlechtert haben oder ob sie gleichgeblieben sind. Ein Wert über 50 Punkte bedeutet Expansion und ein Wert unter 50 Punkte bedeutet Kontraktion im Fertigungs- oder Dienstleistungssektor. Generell lässt sich sagen, dass die Gewerbe-PMIs sensitiver auf den Konjunkturzyklus reagieren und sich in der Regel bei einem Wirtschaftsabschwung vor den Service-PMIs verschlechtern. Dies war 2007,

Historisch hohe Differenz zwischen den ISM-Indizes "Manufacturing" und "Services"



2012, 2014, 2018 und 2022 der Fall. Derzeit beträgt der ISM-Index für das Gewerbe 47.2 Punkte (Kontraktion) und der ISM-Index für den Dienstleistungssektor 54.9 Punkte (Expansion). Die Grafik zeigt die Differenz zwischen den zwei Indizes seit 2002. Dabei wird ersichtlich, dass sich historisch gesehen eine Lücke aufgetan hat wie letztmals in den Jahren 2005, 2015, 2019 und 2023. Aus der Grafik ist ebenfalls ersichtlich, dass sich über kurz oder lang die Lücke wieder schliessen wird – sei dies, indem entweder der Gewerbe-PMI und damit die Produktion und der Wirtschaftszyklus

wieder anziehen oder indem sich der Services-PMI zurückbildet und sich damit die Konsumentenlaune verschlechtert. Bei den US-Investitionsindikatoren deutet derzeit wenig auf einen erneuten nachhaltigen Aufschwung hin. Gleichzeitig befindet sich der ISM-Index "Services" auf erhöhtem Niveau und widerspiegelt die aktuelle Konsumfreude und Kaufkraft der US-Konsumentinnen und -Konsumenten. Das Zünglein an der Waage dürfte die Entwicklung des Arbeitsmarktes sein. Dieser schwächt sich zwar ab, aber bisher nur sehr langsam. In Anbetracht dessen, dass die Weihnachtszeit vor der Türe steht, dürfte sich die Korrektur dieser Anomalie ins Q1 2025 verschieben. (her)

Heinz Rüttimann (her), Investment Office, +41 44 639 13 94; heinz.ruettimann@rahnbodmer.ch
 Thorsten Küchler (tk), Investment Office, +41 44 639 13 87; thorsten.kuechler@rahnbodmer.ch

Der Anlagekompass wurde uns mit freundlicher Genehmigung von Rahn+Bodmer Co., Zürich, zur Verfügung gestellt. Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und trägt keinen individuellen Anlagezielen oder übrigen Anforderungen Rechnung. Die Publikation stellt weder ein öffentliches Inserat, noch eine Beratung, ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Bevor ein Anlageentscheid getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen richten sich grundsätzlich an Personen in der Schweiz und sind insbesondere (und auch grenzüberschreitend) nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Geschäfts- oder Wohnsitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen bzw. die darin enthaltenen Finanzinstrumente oder -anlagen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder aus anderen Gründen verboten ist, wie namentlich in den USA, CAN und/oder GB. Diese Publikation ist stichtagbezogen. Die darin angeführten Marktpreise, Prognosen und dergleichen beruhen auf banküblichen Informationsquellen und/oder geben die jeweilige Einschätzung des Verfassers wieder, sind indikativ, können sich jederzeit ändern und sind für Rahn+Bodmer Co. nicht verbindlich. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit übernimmt Rahn+Bodmer Co. keine Garantie oder Haftung. Hinweise auf die vergangene Performance bilden keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.
 Datenquelle: Bloomberg