

# Kapitalmarktkommentar

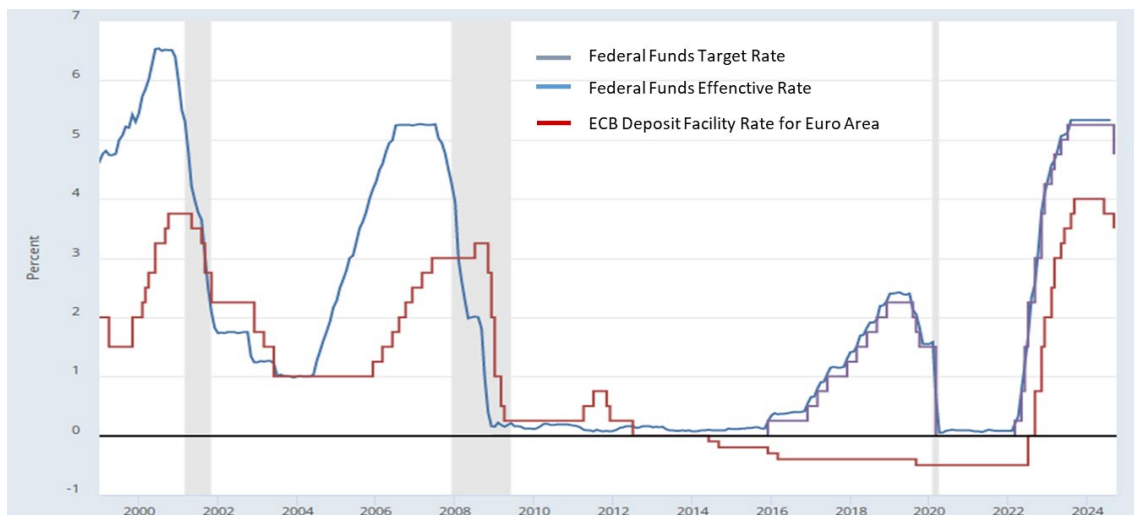
Stefan Calefice, Leiter Investment Komitee

## Zinswende wurde eingeläutet – Märkte reagieren positiv

Im September war es endlich soweit: Die US-Notenbank, die Federal Reserve (FED), hat die Zinswende mit einer Senkung um 0,5% eingeleitet. Der Schritt wurde bereits seit einiger Zeit erwartet, und das Auf und Ab der Kapitalmärkte in den letzten beiden Quartalen spiegelt den Stimmungswandel zwischen Hoffen und Bangen auf die Zinswende unter den Marktteilnehmern deutlich wider. Wie dieser Zinsschritt und daraus resultierend die weiteren Zinsschritte auf die Märkte wirken, beleuchten wir in diesem Kapitalmarktkommentar. Außerdem werden wir auf das bevorstehende Grossereignis, die US-Wahl, eingehen und unsere Erwartungen hinsichtlich der weiteren Entwicklung an den Börsen erläutern.

## Gelingt die sanfte Landung der US-Wirtschaft?

Die US-Notenbank, die Federal Reserve (FED), hat am 18. September mit ihrem Zinsschritt die Zinswende eingeläutet. Damit endete das Warten auf den geldpolitischen Wechsel. Im Verlauf des Jahres haben die Marktteilnehmer spekuliert, wann und in welchem Ausmass die FED die Zinsen lockern wird. Jede Veröffentlichung von Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten versetzte die Analysten in Euphorie und veranlasste sie zu Spekulationen über die mögliche Notenbankpolitik. Wir haben frühzeitig den Zusammenhang zwischen Konjunktur und Zinspolitik angesprochen und dürfen heute die zunehmende Gefahr eines Wirtschaftseinbruchs in den USA nicht ignorieren. Allein die Höhe des Zinsschritts von 0,5% verdeutlicht, dass die US-Notenbank erhebliche Risiken für die US-Konjunktur sieht.



Referenzzinssätze der Notenbanken FED und ECB; grauhinterlegt = Rezession der US-Konjunktur

Quelle: FRED (Federal Reserve Economic Data)

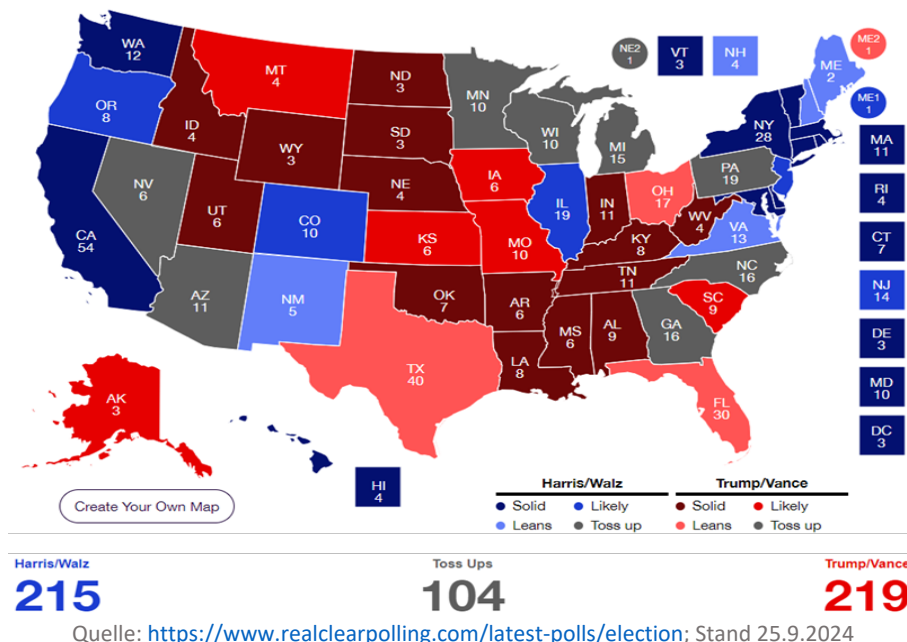
Für uns als Vermögensverwalter ist es wichtig, die Realwirtschaft und das Geschehen an den Kapitalmärkten in einem Kontext zu setzen. Wir erwarten, dass sich die realen Wirtschaftsdaten in den USA in den kommenden Quartalen eintrüben werden. Möglicherweise kann die US-Notenbank mit ihrem entschlossenen Eingreifen eine Rezession verhindern. Dies wird von den meisten

Marktteilnehmern als das wahrscheinlichste Szenario angesehen, obwohl in der Historie (siehe Grafik) ein sogenanntes Softlanding nach einer Zinswende bisher selten eingetreten ist. In den meisten Fällen fiel die Wirtschaft nach der ersten Zinssenkung mit einer zeitlichen Verzögerung in eine Rezession. Dies erscheint uns als das wahrscheinlichste kurzfristige Szenario in der aktuellen Situation. Wir trennen nun Realwirtschaft von den Schwankungen an den Börsen, da diese oft frühzeitig die reale Entwicklung in der Wirtschaft oder bei Unternehmen vorwegnehmen. Wenn eine Konjunkturabschwächung in den kommenden Quartalen wahrscheinlich ist, haben die Aktienkurse in der Regel diese Entwicklung bereits 6-9 Monate zuvor berücksichtigt. Dies unterstützt unser antizyklisches Investitionsverhalten. Viele konjunkturzyklische Aktien sind derzeit vergleichsweise günstig bewertet, und sie könnten ihren Tiefpunkt schon vor dem Konjunkturtal erreichen und bei erwarteten besseren Zeiten eine positive Entwicklung verzeichnen.

Mittelfristig markiert der erste Zinsschritt den Beginn eines neuen Zinszyklus. Nach einem mehrjährigen Zeitraum steigender Zinsen beginnt nun die Phase sinkender Zinsen oder eine Phase lockerer Geldpolitik. Dies ist förderlich für reale Vermögenswerte wie Aktien, Immobilien und Rohstoffe, während Geldanlagen wie Anleihen und Liquidität mit sinkenden Erträgen zu kämpfen haben.

## Präsidentenwahl in den USA – Entscheidung auf der Zielgeraden!

Der Wahlkampf in den USA ist in der heißen Phase. Nachdem der amtierende US-Präsident den Staffstab um das Rennen der nächsten Präsidentschaft an Kamala Harris übergeben hat, holen die Demokraten in landesweiten Umfragen auf. Hier konnte das Team Harris/Walz ab Mitte August die Führung übernehmen und liegt in der jüngsten Umfrage 2,2% vor dem Team Trump/Vance.



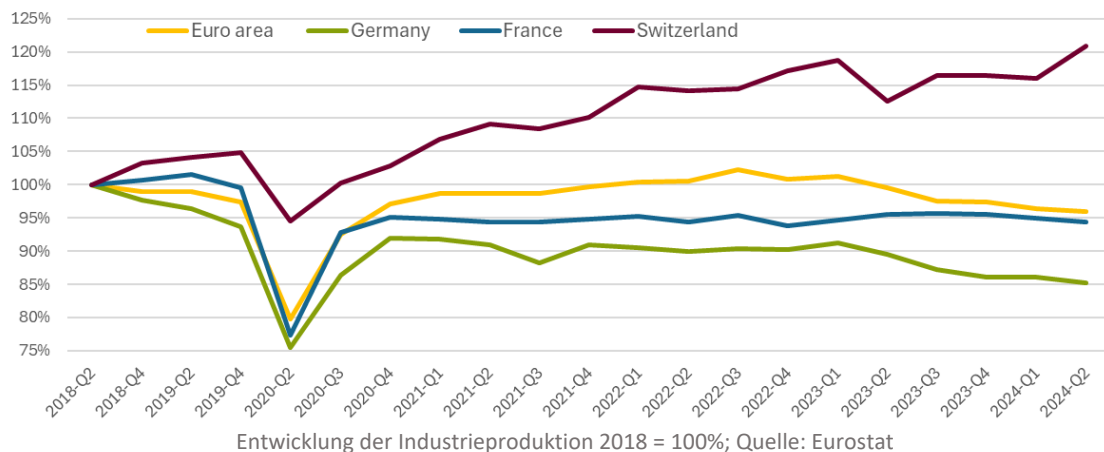
Aufgrund des besonderen Wahlsystems bleibt der Ausgang der Wahl weiterhin offen. Basierend auf der Anzahl der Wahlmänner aus den einzelnen Bundesstaaten führt derzeit Donald Trump knapp vor Kamala Harris in dieser Umfrage. Die Entscheidung wird voraussichtlich in den sogenannten Swing-States erst am Wahntag, dem 5. November, fallen.

Welcher Ausgang wäre besser für die Wirtschaft und die Anlagemärkte? Ein Rückblick in die Geschichte verdeutlicht, dass sowohl unter der Führung der Demokraten als auch unter der der Republikaner die Wirtschaftspolitik eine bedeutende Rolle spielte. Präsident Biden hat die restriktive Handelspolitik von Trump gegenüber China beibehalten und sogar die Exportbeschränkungen für spezielle Technologiegüter verschärft. Mit dem "Inflation Reduction Act", einem Wirtschafts- und Standortförderungsprojekt, subventioniert die Biden-Regierung nicht nur alternative Energiegewinnung und die Erneuerung der Infrastruktur, sondern zielt implizit auf die Ansiedlung von Industrieproduktionsanlagen aus dem Ausland ab.

Von der wirtschaftlichen und Anlagemarktperspektive aus betrachtet hat der Ausgang der Wahl nur begrenzten Einfluss. In Bezug auf den gesellschaftlichen Zusammenhalt sieht die Situation jedoch anders aus. Während Trump für Spaltung und Polarisierung steht, versucht Harris, sich als eine verbindende und versöhnliche Figur zu präsentieren. In diesem Kontext scheint Kamala Harris auf der Weltbühne die angenehmere Wahl zu sein.

## Standortqualität als Wettbewerbsvorteil?

Europa steckt in einer tiefen wirtschaftlichen Krise. In einigen Ländern, besonders in Deutschland, ist die Krise struktureller Natur. Das bedeutet, dass der Standort Deutschland im internationalen Vergleich an Attraktivität eingebüsst hat. Dabei spielen die Rahmenbedingungen für den Standort eine entscheidende Rolle. Sowohl die verkehrstechnische Infrastruktur als auch die digitale Infrastruktur hinken im internationalen Vergleich hinterher. Im Gegensatz dazu liegen die Tarife für Unternehmens- und Einkommensteuern in Deutschland international vorn. Die Liste der Herausforderungen bezüglich der Standortqualität kann beliebig fortgesetzt werden, darunter Bildung, Arbeitsmarkt, Fachkräftemangel, Lebensqualität und weitere Aspekte.



Die Grafik zur Entwicklung der Industrieproduktion verdeutlicht dieses besorgniserregende Bild. Seit 2018 ist der Index der Industrieproduktion in Deutschland um etwa 15% gesunken. Deutschland hinkt der insgesamt schwachen Entwicklung in der Eurozone noch hinterher. Die Sorge, dass weitere Industrieunternehmen ihre Produktionsstandorte ins Ausland verlagern könnten, ist berechtigt. Es ist dringend erforderlich, dass von politischer Seite Massnahmen ergriffen werden, um dem entgegenzuwirken. Subventionen für Leuchtturmprojekte wie die Milliardenunterstützung für den Aufbau von Chipfabriken sind dabei nicht der richtige Weg. Obwohl anfangs gefeiert, hat der Hauptinvestor Intel das Projekt in Magdeburg aufgrund eigener Schwierigkeiten auf Jahre verschoben.

Ein Beispiel, wie eine aktive Standortpolitik erfolgreich sein kann, zeigt die Schweiz. Dort ist die Industrieproduktion innerhalb desselben Zeitraums um mehr als 20% gestiegen. Dies trotz ähnlicher Ausgangslagen wie Deutschland, denn die Schweiz ist ebenfalls eine Exportnation und stark vom Außenhandel abhängig. Der starke Schweizer Franken hat der positiven Entwicklung nicht geschadet. Die Rahmenbedingungen stimmen in der Schweiz, die regelmässig in internationalen Vergleichen in Bezug auf Lebensqualität, Flexibilität des Arbeitsmarkts, Bildung, Innovation, Rechtssicherheit, attraktives Lohnniveau, digitale Infrastruktur, öffentlichen Personenverkehr, wettbewerbsfähiges Steuersystem usw. Spitzenpositionen belegt. Dies verdeutlicht die Bedeutung einer aktiven und attraktiven Standortpolitik für die langfristige Entwicklung einer Volkswirtschaft.

Der ehemalige Präsident der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, hat im Auftrag der Präsidentin der Europäischen Kommission, Ursula von der Leyen, seinen Plan zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit Europas vorgelegt. Dieser Plan betont die Notwendigkeit der Zusammenarbeit und Integration der europäischen Nationen, um den Abstand zu den USA und China zu verringern. Nach Draghis Auffassung erfordern diese gemeinsamen Anstrengungen eine jährliche Investitionssumme von 700 bis 800 Milliarden Euro, die teilweise durch private Investitionen und teilweise durch gemeinsame Finanzierung der Mitgliedsstaaten aufgebracht werden sollten.

Es bleibt zu hoffen, dass ein solcher Plan tatsächlich umgesetzt und nicht durch nationale Interessenkonflikte vereitelt wird.

## Positionierung in der Vermögensverwaltung

Das neue Zinsregime wird in den kommenden Jahren die Entwicklung von realen Vermögenswerten wie Aktien, Immobilien und auch Gold unterstützen. Neben diesem argumentativ auf die mittelfristige Entwicklung ausgerichteten Faktor spricht auch die Saisonalität für eine strukturell höhere Gewichtung von Aktien im Portfolio.

Über die Sommermonate hat die Kombination aus defensiven und wachstumsorientierten Aktien Stabilität in das Portfolio gebracht. Dank der Zinswende haben auch Investitionen in Anleihen und Obligationen positiv zum Gesamtergebnis beigetragen.

Für den kommenden Zeitraum sollte die Aktienquote wieder leicht überdurchschnittlich gewichtet werden. Phasen, in denen die Märkte aufgrund des aktuellen wirtschaftlichen Umfelds korrigieren könnten, eignen sich für den Aufbau. Favorisierte Sektoren für Aktieninvestitionen sind zyklische Werte aus der Industrie (wie Automobil, Maschinenbau, Halbleiterproduktion und Grundstoffe) sowie Immobilienaktien und teilweise Finanzdienstleistungsunternehmen wie Investmentbanken und Private Equity-Unternehmen.

## Impressum und Disclaimer

Rhein Investors AG  
Henric Petri-Str. 6  
4010 Basel  
Tel. +41 (0)61 227 92 02  
Fax +41 (0)61 227 92 01  
[stefan.calefice@rinet.ch](mailto:stefan.calefice@rinet.ch)

*Diese Publikation wurde von der Rhein Investors AG verfasst und ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt. Sie ist vertraulich zu behandeln und darf ohne schriftliche Einwilligung weder ganz noch teilweise publiziert, reproduziert oder vervielfältigt werden. Diese Publikation dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und/oder zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Dennoch lehnt die Rhein Investors AG jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.*