



Der "rechte Weg"

Wirtschaftlicher Rückblick und Aktien

Die globalen Aktienmärkte zeigten im 2. Quartal ein gemischtes Bild, da die Zinssenkungserwartungen in revidiert werden mussten und die Politik mitmischte: Nach den Europawahlen im Juni rief der französische Präsident Macron nationale Neuwahlen aus. Die Befürchtungen der etablierten Parteien vor einem massiven Rechtsrutsch haben sich nicht bestätigt. Dennoch schwankten die Märkte, da die Konjunkturdaten weitere Zinssenkungen unwahrscheinlicher machten. Auch die Anleihemärkte, insbesondere in den USA, erlebten im April einen Ausverkauf aufgrund der neuen Erwartungen von länger höheren Zinsen, da die Inflationszahlen nur geringfügig zurückgingen. Insgesamt entwickelten sich die Emerging Markets im zweiten Quartal besser als die entwickelten Märkte. KI-Unternehmen entwickelten sich gut.

Europa und Schweiz

Die Anleger konzentrierten sich weiterhin auf die Inflation. Entsprechend gut entwickelten sich zinssensitive Aktien, als Erwartungen im Juni nicht enttäuscht wurden und die EZB den Leitzins um 25 Basispunkte senkte. Eine gewisse Unterstützung kam auch von den PMI-Daten der Eurozone, die im Mai auf ein Zwölfmonatshoch von 52,3 stiegen. Die EU-Wahlen trübten jedoch die Stimmung, und die Märkte gaben im Juni nach, als die Inflationsrate für Mai mit 2,6 % gegenüber 2,4 % im April öffentlich wurde. Auch die PMI-Zahlen waren im Juni mit 50,8 wieder schwächer. Die Hoffnungen auf weitere Zinssenkungen wurden nach der Massnahme der EZB gedämpft. Der grösste Dämpfer kam jedoch von der französischen Politik nach der EU-Abstimmung, bei der die rechten Parteien auf breiter Front zulegen konnten. Dies machte Frankreich zum schwächsten Markt im zweiten Quartal in Europa. Die Schweiz verzeichnete ein eher langweiliges Quartal und legte im zweiten Quartal, aufgrund eines weiteren Zinsschnitts der SNB im Juni, um 3 % zu.

USA

US-Aktien legten im 2. Quartal zu, wobei die Anleger den Zeitpunkt und das Ausmass der Zinssenkungen für den Rest des Jahres 2024 im

Blick hatten. Solide Wirtschaftsdaten und nur leicht rückläufige Inflationszahlen liessen Befürchtungen aufkommen, dass die Wirtschaft überhitzen könnte. Die Verbraucherpreisinflation sank von 2,8 % im April auf 2,6 % im Mai, während sich der Arbeitsmarkt weiterhin sehr robust zeigte. In den Sektoren verzeichneten KI und Kommunikation sowie Finanzen ein solides Quartal, während Energie, Materialien und Industrie zurückblieben. Starke Unternehmensgewinne in diesem Zeitraum sorgten ebenfalls für Unterstützung. Selbst ein mehr als erratic Eindruck, den Joe Biden in der Fernsehdebatte Ende Juni hinterliess, konnte die Märkte nicht wirklich beunruhigen.

Asien & Emerging Markets

Die Emerging Markets und Asien boten weiterhin ein gemischtes Bild, schnitten aber im 2. Quartal im Durchschnitt besser ab. Schwächere US-Daten und die Outperformance Chinas aufgrund des Optimismus hinsichtlich der staatlichen Unterstützung für den Immobiliensektor und der Reformrhetorik von Präsident Xi stärkten das Vertrauen der Anleger. Taiwan

Indices in CHF	Q2 2024	YTD
Bonds		
Alle Bonds Global	-1.0%	-1.9%
Staatsanleihen Global	-1.3%	-2.6%
Firmen IG Global	-0.9%	-1.8%
Hochverzinslich Global	0.2%	0.3%
Schwellenländer	-0.9%	-0.1%
Wandelanleihen	-1.0%	2.0%
Equities		
Aktien Welt	2.8%	18.2%
Schweiz (SPI)	3.1%	9.2%
USA (S&P500)	4.2%	22.2%
Europa (MSCI)	2.0%	14.4%
Emerging Markets (MSCI)	5.3%	14.4%
Alternative Investments		
Edelmetalle	7.0%	-11.7%
Rohstoffe	3.1%	-12.2%
Hedge Funds	-0.7%	-7.5%
Währungen		
CHF/USD	0.0%	-7.0%
CHF/EUR	-0.5%	-5.2%
CHF/JPY	6.1%	6.2%



profitierte von der KI-getriebenen Nachfrage nach Chips, China selbst von niedrigen Bewertungen und der Rückkehr der Investoren. Selbst Indien, wo ebenfalls Wahlen stattfanden, erreichte in diesem Zeitraum neue Rekordstände. Die Märkte in der Golfregion fielen aufgrund des schwächeren Ölpreises, während Brasilien und Mexiko die grössten Verluste aufgrund von Sorgen über künftige Zinssenkungen und Wahlergebnisse hinnehmen mussten. Die osteuropäischen Märkte entwickelten sich gut.

Bonds

Im veränderten Umfeld reagierten Anleihen, nachdem das FED erklärte, dass Zinssenkungen weiter weg seien als zuvor erwartet. Während zuvor drei Zinssenkungen im Jahr 2024 einkalkuliert wurden, wird nur noch eine erwartet, da FED-Vorsitzender Powell trotz solider Wirtschaftszahlen seine Lockerungstendenz beibehält. Während Staatsanleihen regional ein gemischtes Bild zeigten, übertrafen Investment Grade Anleihen jene sowohl in den USA als auch in Europa, wurden jedoch erneut von HY-Anleihen (High Yield) geschlagen. EM-Anleihen hatten ein schwieriges Quartal, da unerwartete Wahlergebnisse in Mexiko, Südafrika (der ANC verlor seine absolute Mehrheit) und Indien doch für einige Unruhe sorgten. Wandelanleihen konnten nicht voll vom Rückenwind der Aktienmärkte profitieren. Das Volumen der Neuemissionen im zweiten Quartal übertraf das im Q1 von 27 Mrd. USD, was ein anhaltend solides Interesse an dieser Anlageklasse zeigt.

Rohstoffe & Edelmetalle

Das zweite Quartal war für Rohstoffe leicht positiv, wobei Metalle herausragten. Während Gold stabil blieb, übertraf Silber seine Konkurrenten

deutlich, und die Industriemetalle stiegen im Mai an, fielen dann aber wieder in etwa auf das Niveau vom Quartalsbeginn zurück. Agrarrohstoffe waren die schwächste Komponente, wobei Kakao weiterhin sehr volatil war und zusammen mit Mais, Baumwolle und Zucker verlor. Der Energiesektor verzeichnete solide Preise für Erdgas, aber Öl, Benzin und Diesel waren durchweg schwach.

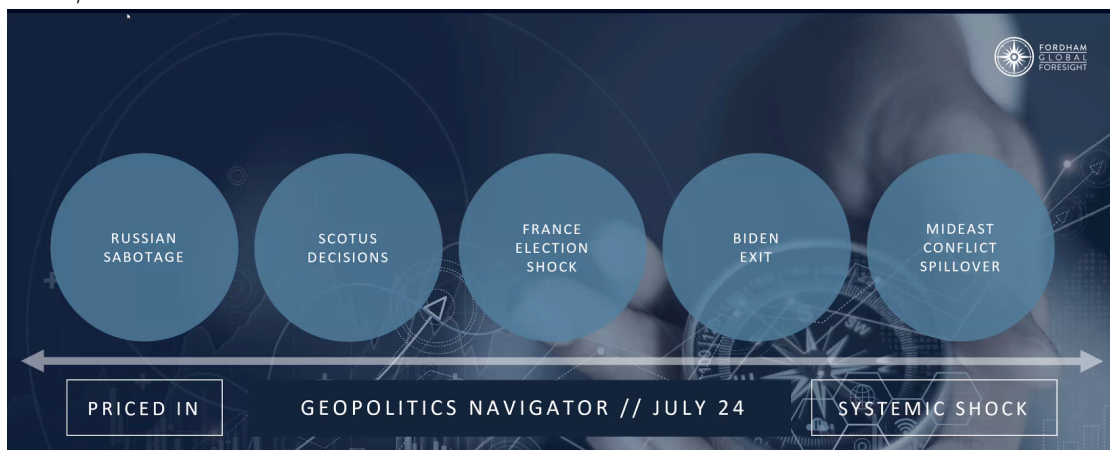
Investitionen und Aktionen

Wir haben unsere Allokation in globale, flexible Bonds um einen neuen Manager für festverzinsliche Wertpapiere erweitert und damit unser sehr erfolgreiches Hauptinvestment diversifiziert. Ausserdem haben wir den Manager unserer Wandelanleihen an einen jungen, hungrigen Top-Manager mit einem ausgezeichneten Track-Record übertragen.

Das dritte Quartal navigieren

Welche Konflikte sind noch nicht eingepreist?

Noch vor wenigen Jahren gab es Stimmen, die Organisationen wie die NATO für überflüssig hielten. Heute wissen wir, dass viele Jahre europäischer Friedensdividende den Blick für Chancen und Gefahren getrübt haben. Wir brauchen wieder militärische Stärke, um unsere wirtschaftlichen Interessen zu schützen, etwas, das wir seit einem halben Jahrhundert nicht mehr gebraucht haben. Die geopolitische Strategin Tina Fordham sieht einige der globalen Konflikte in den Märkten eingepreist, andere erstaunlicherweise noch nicht, siehe unten. Informationen wie ihre helfen uns, bei unseren Investitionen *analytischer und weniger ideologisch* zu werden.



Können Sie sich vorstellen ...

- ...dass die USA in eine (leichte) Rezession fällt, bei gleichzeitiger Vollbeschäftigung?
- ...dass Haushaltsdefizite zu Kriegen führen?
- ...dass die Präsidentschaftswahlen in den USA weniger Einfluss auf die Wirtschaft haben als die aktuellen Entscheidungen des Supreme Court - denen wir kaum Beachtung schenken?
- ...dass sich die Inflation auf und ab bewegt und es den Zentralbanken schwer fällt, das Richtige zu tun, wenn sich das Wachstum verlangsamt?
- ...dass all dies keine durchweg negative Geschichte ist, sondern der Pfad der Mässigung und Normalisierung?
- ...dass Anleihen und Aktien viel von ihrem früheren Diversifikationspotenzial verloren haben?
- ...dass der Weg zu einer nachhaltigen und friedlicheren Welt ein lohnendes langfristiges Ziel ist, aber kurzfristig "schmutziger", schwieriger und teurer sein wird, als uns lieb ist?
- ...dass die bekannten Signale der Märkte noch länger widersprüchlich bleiben werden?
- ...dass bei hohen Zinsen die obligatorischen Staatsausgaben in die Höhe schnellen und kaum noch Spielraum lassen?



- ...dass die USA wollen, dass Europa seine Sicherheitsprobleme mit Russland und der Ukraine selbst löst, um sich auf China als Rivalen an allen Fronten zu konzentrieren?
- ...dass China sich selbst und andere nicht als Bedrohung sieht, weil es meint, nach einem Jahrhundert der Demütigung einfach wieder den ihm gebührenden Platz einzunehmen.
- ...dass China dem Westen helfen wird, seine Lieferketten zu diversifizieren in dem sie selber Direktinvestitionen in anderen Ländern wie Mexiko oder Vietnam tätigt?
- ...dass die USA dazu neigen, in einem starken Investitionszyklus schlechter abzuschneiden als der Rest der Welt?
- ...dass die USA unter den 20 grössten Volkswirtschaften sowohl die grösste

Einkommensungleichheit als auch die geringsten Chancen für die Unterprivilegierten haben, dies zu ändern?

Vermutlich muss man sich das alles vor Augen führen, um zu verstehen, wie sich die Märkte heute verhalten. Was für eine Komplexität, was für eine Herausforderung! Bei PWA reduzieren wir derzeit unser Engagement in Anleihen auf neutral und in Aktien leicht darunter zu Gunsten von Cash, während wir ansonsten keine Wetten eingehen. Wir sind bereit für Chancen, die sich bei verbessertem globalem Wachstum ergeben.

Währungen und Bonds – nichts Neues**Der USD – zuerst rauf, dann wieder runter**

Wir wiederholen, was wir vor drei Monaten richtig vorausgesagt haben: Der USD wird sich gegenüber anderen wichtigen Währungen abschwächen. Von nun an in geringerem Tempo, vor allem wenn die FED die Zinsen senkt. Wir erwarten jedoch, wenn überhaupt, maximal zwei Zinssenkungen in diesem Jahr.

Anleihen

Sollte die US-Notenbank die Zinsen senken, erwarten wir, dass die Auswirkungen am kurzen Ende am stärksten sein werden. Da die USA Wachstum brauchen, hält uns diese Versteilerung der Kurve a) in Anleihen mit kürzerer Laufzeit und b) in gesunden Unternehmensanleihen; und eben nicht in Staatsanleihen.

Europa ist im Überlebensmodus. Immerhin bieten seine Anleihen jetzt die Hälfte der Aktienrenditen. Anleihen sind jedoch keine Versicherung, die genau dann zahlt, wenn die Aktienkurse fallen. Die Korrelation ist nicht negativ, was für Diversifikation optimal wäre.

Der Einbezug von ESG-Aspekten (Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekte) in die Bewertung von Anleihen reduziert die Ausfallrate über 5 Jahre um 50% und über 10 Jahre um 65%, wie J. Safra Sarasin berechnet hat. Dies zeigt, dass ESG-Risiken finanzielle Risiken sind.

Alternativen – Stabilität – neues Asset

Wir ergänzen diese Klasse um ein neues Element. Einer der weltweit besten CAT-Bond-Manager hat uns Zugang zu dieser Anlageklasse ermöglicht, die normalerweise institutionellen Anlegern vorbehalten ist. Diese versicherungsgebundenen Anleihen (Katastrophenversicherungen, daher der Name) weisen keine Korrelation zu den anderen Vermögenswerten im Portfolio auf, da sie nicht der wirtschaftlichen Dynamik folgen. Ihre aktuelle Rendite liegt bei knapp 10%.

Aktien – ist die Tech-Party bald vorbei?

Die Erholungstendenzen begünstigen eher Nicht-USD-Anlagen und Aktien, die zyklischer, wertorientierter und geringer kapitalisiert sind.

Die USA – wo gross sein schön ist – oder war?

Während im MSCI World Index die 10 grössten Unternehmen 24% des Index ausmachen (verrückt, oder?!), machen in den USA nur 6 der grössten Unternehmen 31% des Index aus. Das ist ein sehr enger Markt mit Konzentrationsrisiken. Technologieunternehmen werden sicherlich weiterhin hohe Gewinne erzielen, aber ihre hohen Bewertungen belasten die zukünftige Performance. Künstliche Intelligenz wird Software-as-a-Service (SAS) schaden und Industrieunternehmen nützen, auch wenn dies auf den ersten Blick widersprüchlich scheint.



Abb: Bewertung von Tech Aktien ggü dem Rest

Laut First Trust werden folgende Sektoren am meisten profitieren, unabhängig davon, wer der nächste US-Präsident wird: Halbleiter, Infrastruktur, Strassenbau und Stromnetze sowie der Verteidigungssektor - alles Industriewerte.

Europa und die Schweiz – nach wie vor auf der Suche nach nachhaltigem Wachstum

Angesichts der gemischten Wirtschaftsdaten, des bescheidenen (aber sich verbessernden) Wachstums und der negativen Ertragskorrekturen seit Jahresbeginn bleiben wir vorsichtig. Das

fundamentale Bild der europäischen Wirtschaft und der Unternehmen hat sich etwas verbessert. Die jüngsten Rückgänge bei den Einzelhandelsumsätzen und der Industrieproduktion deuten jedoch darauf hin, dass das Wachstum nach wie vor fragil ist, was Fragen nach der Robustheit der Fundamentaldaten aufwirft.

Das im Vergleich zu anderen Industrieländern niedrige Niveau der jährlich geleisteten Arbeitsstunden stellt eine weitere Belastung für die Produktivität dar.

Asien und Schwellenländer – auswählen!

Wir behalten unsere starke Übergewichtung in Japan, Indien und Vietnam bei, gehen aber der Frage nach, warum Vietnam in diesem Quartal enttäuscht hat und ob es sich dabei um ein strukturelles Problem handelt. Indien verzeichnet ein starkes Wachstum, das von zyklischen und strukturellen Faktoren getragen wird. Wir hoffen, dass unsere Positionierung in den Schwellenländern die entwickelten Märkte weiterhin übertreffen wird, wie schon im 2. Quartal.

Thematische Investments

In diesem Bereich haben wir keine Änderungen vorgenommen, werden ihn aber regelmässig überprüfen. Wir haben unsere Absicht bekräftigt, in kleineren Unternehmen investiert zu bleiben, da diese am meisten profitieren werden. Ihre extrem niedrigen Bewertungen im Vergleich zu ihrem langfristigen Durchschnitt und zu Large Caps sowie eine sanfte Landung der Wirtschaft und niedrigere Zinsen bieten aktives Potenzial für unsere Portfolios.

Alternative Anlagen - klassisch

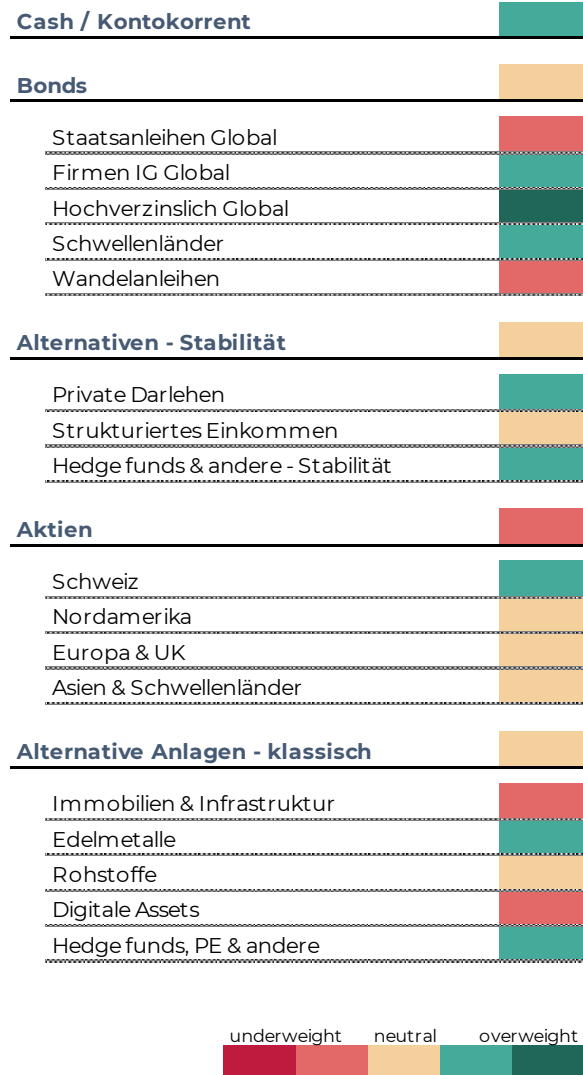
Die Welt tritt langsam in einen, wie Marko Papić es nennt, neuen Superzyklus der Investitionsausgaben (Capex) ein. Politische Entscheidungsträger geben viel Geld für die Energiewende aus und arbeiten daran, China in der globalen Lieferkette zu ersetzen. Daher könnten wir in unseren Portfolios in Zukunft eher auf Infrastrukturinvestitionen als Immobilien setzen.

Angesichts des komplexen geopolitischen und finanziellen Umfelds gewinnt Gold als Reservewährung für Zentralbanken an Bedeutung. Wir gehen davon aus, dass der Goldpreis trotz der aktuellen Stärke des US-Dollars gestützt wird, selbst wenn sich die beiden Währungen häufig in entgegengesetzte Richtungen bewegen.



Positionierung unserer Portfolios

Das folgende Diagramm zeigt unsere Sicht auf die Anlageklassen für das dritte Quartal.



Wir wünschen Ihnen von Herzen eine erlebnis- und erholreiche Ferienzeit.

Ihr PWA Team