

«Herbststürme statt Bärenmarkt»

Trotz zahlreicher Belastungsfaktoren wie steigender Zinsen, geopolitischer Unsicherheit, hoher Staatsdefizite und teurer Energie bleibt das fundamentale Umfeld für Aktien konstruktiv. Die grösste Gefahr geht von weiter steigenden US-Langfristzinsen aus. Die Unternehmensgewinne wachsen aber weiterhin kräftig und die Bewertungen sind erhöht, nicht übertrieben. Wir halten deshalb eine Korrektur innerhalb eines intakten Bullenmarkts für wahrscheinlicher als den Beginn eines Bärenmarkts. Nach den US-Zwischenwahlen steigen die Chancen auf eine Jahresendrally.

Auf einen Blick

Neuer FED-Chef Kevin Warsh besteht die Feuertaupe mit Bravour

US-Finanzminister Scott Bessent verliert an Glaubwürdigkeit

Negative Aktienrisikoprämie mahnt zur Vorsicht

KI bleibt die Wachstumslokomotive

Nach den US-Zwischenwahlen: Chance auf eine Jahresendrally

Vermögensallokation: Aktienquote bestätigt

Warsh besteht die Feuertaupe

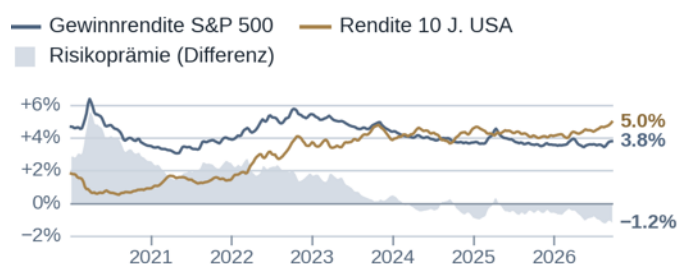
Das vierte Quartal beginnt mit einer geldpolitischen Zäsur. Die US-Notenbank hat unter Kevin Warsh erstmals seit drei Jahren die Zinsen erhöht. Der einstimmige Entscheid schafft Vertrauen und zeigt, dass Warsh unabhängig von politischem Druck handelt. Ganz anders präsentiert sich Finanzminister Scott Bessent. Mit der Verdreifachung der Anleiherückkäufe am langen Ende und der Aussage, das Finanzministerium sei die «Bank», hat er an Glaubwürdigkeit verloren. Die Rückkäufe sind nur ein Tropfen auf den heissen Stein, nähren aber Spekulationen einer Zinskurvenkontrolle. Dass überhaupt interveniert werden muss, zeigt, wie sehr das Schuldenthema die Märkte beschäftigt. Entsprechend steigen die Renditen langlaufender US-Staatsanleihen Richtung 5%. Dieses Niveau entscheidet darüber, wie viel Luft den Aktienmärkten bleibt.

Risikoprämie mahnt zur Vorsicht

Zunächst einmal halten die Märkte mehr aus, als die Schlagzeilen vermuten lassen. Trotz eines Ölpreises um USD 100 und einer US-Inflation von 3.4% notiert der S&P 500 nahe seinem Allzeithoch und liegt seit Jahresbeginn in USD rund 14% im Plus. Und das, obwohl die Liste der Belastungen lang ist. Saisonalität, Zwischenwahlen, Nahostkonflikt, restriktivere Zentralbanken, Staatsverschuldung und Handelskonflikte wie jener zwischen den USA und Kanada fordern die Anleger. Kritisch wird es, wenn die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen klar über 5% steigt. Dann werden Obligationen zur bequemen Alternative. Die Gewinnrendite des S&P 500 liegt bereits unter der Rendite der US-Treasuries und die Risikoprämie befindet sich auf Tiefstständen (Abb. 1).

In Kontrast stehen die starken Unternehmensgewinne. Solide Einkaufsmanagerindizes und ein robuster US-Arbeitsmarkt sind Zeichen einer wachsenden Wirtschaft. Für das dritte Quartal werden 28.9% Gewinn- und 11.9% Umsatzwachstum erwartet, für 2027 sind es 15.2% bzw. 9.1%. Die Bewertung ist mit einem erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 19.1x zwar erhöht, liegt aber unter dem 5-Jahres-Durchschnitt (Abb. 2). Ohne deutliche Gewinnrevisionen dürfte eine Korrektur auf rund 10% begrenzt bleiben. Gefährlich wäre erst die Kombination aus hohen Zinsen und schwächeren Gewinnen.

Abb. 1 Gewinnrendite S&P 500 vs. Rendite 10 J. USA



Quelle: Bloomberg

Abb. 2 S&P 500: erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis



Quelle: FactSet

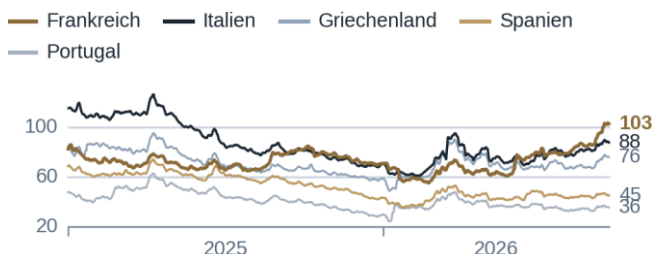
Krieg, Schulden und Realwerte

Was könnte die Gewinne unter Druck setzen? Am ehesten der Krieg, denn unsere Hoffnung auf eine rasche Entspannung im Nahen Osten war zu optimistisch. Entscheidend ist dabei weniger der Konflikt selbst als dessen Wirkung auf die Energielieferketten und am Ende auf die Energiepreise. Sie führt zum Zinsthema zurück und bildet den Kern unseres Investment Case «Neuer Rohstoff-Superzyklus?». Der Kampf um Rohstoffe, eine feindseligere Welt, hartnäckige Inflation, hohe Verschuldung und die Geldentwertung («Debasement Trade») sprechen für Realwerte. Das zeigen Gold, Silber und Rohstoffaktien, die sich trotz höherer Zinsen und stärkerem US-Dollar gut halten. Mehr dazu in unserem Rohstoffbericht [\[Link\]](#).

Eurozone: Schuldenquoten im Fokus

Dass Schulden zum Kursthema werden, ist nicht auf die USA beschränkt. Auch in Europa steigen die Kreditaufschläge, aber dank der stärkeren Rolle der EZB ist keine Schuldenkrise in Sicht. Die Anleger unterscheiden jedoch wieder deutlicher zwischen den Staatsfinanzen. Im Fokus stehen Frankreich mit einer Schuldenquote von 118% des BIP und Italien mit 139%, wobei Frankreichs Aufschlag inzwischen sogar über jenem Italiens liegt. Deutschland bleibt mit 64% der Stabilitätsanker, Portugal und Spanien, ausgerechnet die Opfer der EU-Schuldenkrise 2012, überzeugen mit tiefen Aufschlägen (Abb. 3).

Abb. 3 Renditeaufschlag 10-jähriger Staatsanleihen vs. Bund, in Basispunkten



Quelle: Bloomberg

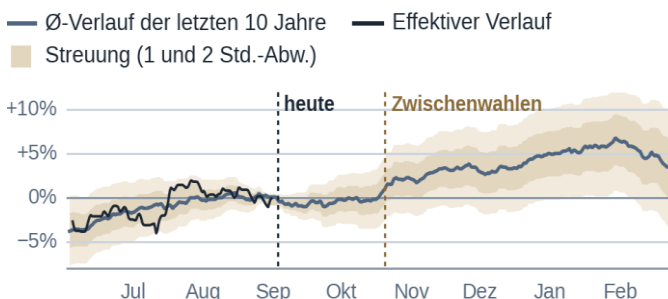
Herbststürme, dann Jahresendrally

Kurzfristig sprechen Saisonalität und US-Zwischenwahlen für Geduld. September und Oktober bleiben anspruchsvoll, nach dem 3. November dürften die Märkte zu einer Jahresendrally ansetzen (Abb. 4). Wir bleiben investiert und bestätigen die Aktienquote von 57%. Liquidität schafft Optionen und performancebedingt ist der Anteil der Alternativen Anlagen zu Lasten Cash und Obligationen gestiegen.

KI bleibt die Wachstumslokomotive

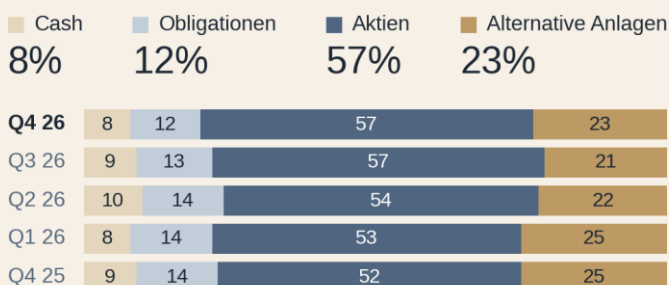
Während die Schulden die Anleihenmärkte belasten, dominiert die künstliche Intelligenz den Aktienmarkt. Das Wettrüsten gleicht einem Gefangenendilemma, denn niemand kann sicher sein, dass die Konkurrenten eine Entwicklungspause einhalten. Entsprechend wird weiter investiert. Der Cloud-Auftragsbestand von Amazon, Microsoft und Alphabet hat sich innert Jahresfrist mehr als verdoppelt. Die Angst vor einer Blase halten wir für übertrieben, zumal KI längst in der Breite angekommen ist. Rund zwei Drittel der S&P-500-Unternehmen erwähnen das Thema in ihren Earnings Calls. Ab 2027 dürfte die Produktivität spürbar steigen, die Gewinner von morgen werden zunehmend die Anwender sein. Torsten Slok (Apollo) erwartet für die nächsten Jahre, dass KI rund einen Prozentpunkt zusätzliches US-Wachstum pro Jahr erzeugt. Offen bleibt, ob dies die Schwäche der US-Konsumenten ausgleicht.

Abb. 4 S&P 500: Saisonalität der letzten 10 Jahre, in %



Quelle: Investtech

Abb. 5 Vermögensallokation Balanced Portfolio, in %



Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen und der in diesem Dokument enthaltenen Informationen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig Informations- und Werbezwecken. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.