

Market

Oktober 2024

Fühlen Sie
sich zuhause



WKB

VERMÖGENSVERWALTUNG

wkb.ch



Mathias Cotting

Mathias Cotting, CFA
Chefökonom

- 2 Vorwort
- 3 Einschätzung der wirtschaftlichen Situation
- 4 Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?
- 5 Anlageklassen im Fokus
- 6 Positionierung und Veränderungen
- 7 Kommentar zu den Anlageentscheidungen
- 8 Übersicht Performance

Mitwirkende

Mathias Cotting, CFA, Chefökonom
Neven Barada, CFA, Verantwortlicher Advisory
Grégoire Genolet, Investment Manager
Claude-André Maître, Investment Manager
Andrin Albrecht, Ökonom

Vorwort

Sitten, 30. September 2024

Die schottische Dusche

US-Wahlen: Warten auf die Ergebnisse

In diesem Leitartikel könnte der Fokus auf den US-Präsidentenwahlen liegen. Ein für Investoren und Privatanleger wichtiges Ereignis, welches mit grossen Schritten näher rückt. Beide Kandidaten haben potentiell positive als auch negative Auswirkungen für Wirtschaft und Finanzmärkte. So schlägt Kamala Harris beispielsweise vor, die Unternehmenssteuern anzuheben, während Trump auf republikanischer Seite von einer Steuersenkung spricht. In Bezug auf die Aussenpolitik der USA würde die Wahl von Donald Trump eher zu neuen Spannungen in der globalen Geopolitik führen. Angesichts der bevorstehenden Wahlergebnisse ist es womöglich klüger, sich nicht zu lange mit unsicheren Prognosen aufzuhalten. Zudem können zwischen den Wahlversprechen der Kandidaten und der späteren politischen Realität grosse Unterschiede liegen. So oder so werden wir bald mehr wissen.

Finanzmärkte sorgen für Stimmung

Die Börsenturbulenzen des Sommers sind etwas in die Ferne gerückt. Vielleicht ist es interessant, mit einer Analogie aus meinen letzten Ferien auf den von den Investoren gefürchteten wirtschaftlichen Abschwung zurückzukommen. Um nicht von den immer häufiger auftretenden Hitzewellen zu sprechen, entschieden wir uns für Schottland, wo sich die Klimagerüchte als absolut wahr erwiesen. Dort entdeckte ich neben schönen Landschaften und Malzgetränken auch die schottische Dusche, ein Konzept, das Investoren kennen sollten. Die schottische Dusche wird zur Anregung des Blutkreislaufs mit abwechselnd warmem und kaltem Wasser praktiziert. Im übertragenen Sinne ist es ein Ausdruck für einen abrupten Stimmungswechsel von positiv zu negativ.

An den Finanzmärkten sind solche Stimmungen, sprich ein Wechselbad der Gefühle, wie Anfang letzten August nicht selten zu beobachten. Auch beim Investieren gilt es dies zu berücksichtigen, denn eines ist sicher: So wie nicht immer warmes Wasser aus der Duschbrause fliesst, steigen auch die Märkte nicht immer an. Glücklicherweise dauern die Abschwünge an den Finanzmärkten nicht allzu lange an. Wie Warren Buffett einst zu sagen pflegte: Im 20. Jahrhundert gab es zwei Weltkriege, Militärkonflikte, die grosse Depression, ein Dutzend Rezessionen, Ölkrisen und so weiter. Trotz dieser Ereignisse und zeitweiliger Rückgänge stiegen die US-Aktien während des 20. Jahrhunderts um mehr als 5% pro Jahr (der Dow-Jones-Index stieg von 66 Punkten auf 11'497 Punkte).

Wichtige Veränderung in der Wirtschaftslandschaft

Abgesehen von der schottischen Dusche zeichnet sich seit dem Sommer eine wichtige Veränderung im globalen Gefüge der Leitzinsen ab. Seit Anfang 2024 befinden wir uns in der Anfangsphase eines Zinssenkungszyklus. Die Schweizerische Nationalbank senkte als erste der relevanten Nationalbanken im März ihre Leitzinsen (bislang drei Zinssenkungen), gefolgt von der Europäischen Zentralbank im Juni (bislang zwei Zinssenkungen). Im September hat auch die US-Notenbank den Zinssenkungszyklus mit einer Zinssenkung um 0,5% eingeleitet. Wir befinden uns nun in einer neuen Phase, in der die Zentralbanken das Tempo der Zinssenkungen in den nächsten Monaten beschleunigen werden. Die US-Notenbank hat ausserdem angekündigt, die Zinsen im 2024 um weitere 0,5% und im 2025 erneut um 1% senken zu wollen.

Der «Beginn des Zinssenkungszyklus», der seit Anfang 2024 vorherrscht, geht nun graduell in eine «Normalisierung der Zinsen» über. Diese Aussicht dürfte dafür sorgen, dass die Wassertemperatur beim Duschen für Anleger auch im 2025 angenehm bleiben wird.

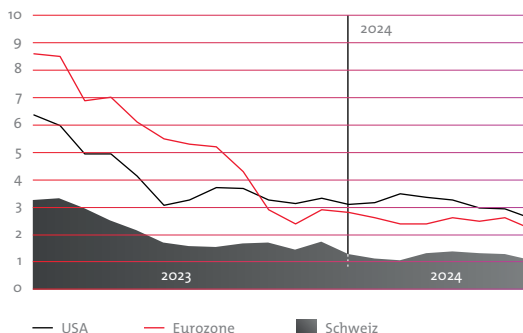
Einschätzung der wirtschaftlichen Situation

Der Zyklus der Leitzinssenkungen setzt sich im September mit koordinierten Senkungen der grossen Zentralbanken fort. Die Wirtschaftsaussichten bleiben positiv

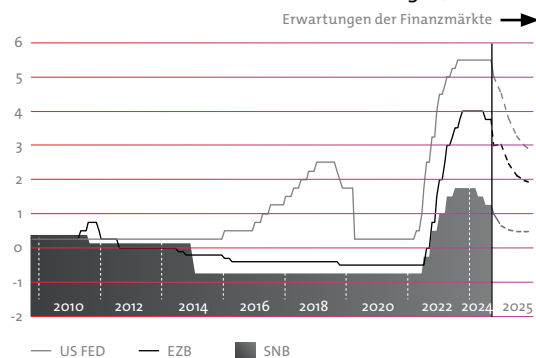
Die Inflation nähert sich den Zielen der Zentralbanken an

Der Inflationsdruck lässt auf globaler Ebene weiterhin allmählich nach. Im August lag die Inflation in den USA, Europa und der Schweiz bei 2,6%, 2,2% bzw. 1,1%. In den USA, wo die Inflation unter den grossen Volkswirtschaften am höchsten war, wurden zwischen Juli und August erhebliche Fortschritte zur Reduktion der Inflation erzielt (von 2,9% auf 2,6% im Jahresvergleich). Die Ziele der Zentralbanken sind nicht mehr weit entfernt. Der Abwärtstrend der Inflation dürfte sich in den nächsten Quartalen fortsetzen. Erstens normalisiert sich das weltweite Lohnwachstum, welches zur Inflationswelle beigetragen hatte, weiter. In diesem Kontext wird der allmählich stabilisierende Arbeitsmarkt in den USA zur Entspannung bei den Löhnen beitragen. Zweitens sind die Rohstoffpreise mittlerweile deutlich gesunken bzw. stabilisieren sich auf tiefem Niveau. Da die chinesische Wirtschaft immer noch an Fahrt verliert, erwarten wir aktuell keinen Inflationsdruck von Seite der Rohstoffpreise.

Der Inflationsdruck lässt weiter nach Gesamtinflation, jährliche Veränderung, in %



Leitzinsen werden 2025 weiter sinken Historische Leitzinsen und Markterwartungen, in %



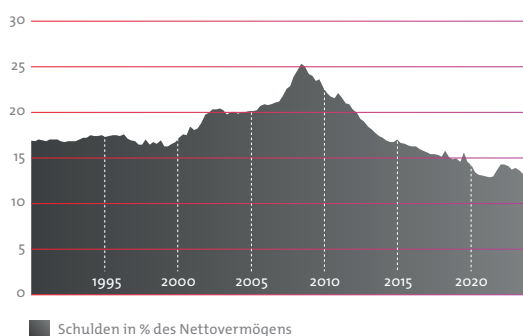
Koordinierte Senkung der Leitzinsen im September

In der Geldpolitik markiert der September die koordinierte Senkung der Leitzinsen der grossen Zentralbanken und den Beginn des Zinssenkungszyklus in den USA. In Europa wurden die Zinsen zum zweiten Mal in diesem Jahr von 3,75% auf 3,50% gesenkt. In den USA wurde der Leitzinssatz im September um 0,5% gesenkt. In der Schweiz schliesslich passte die Nationalbank ihren Leitzins erst kürzlich von 1,25% auf 1,00% an, die dritte Zinssenkung in diesem Jahr. Diese Interventionen erfolgten zu einem Zeitpunkt, als sich die Wirtschaft im Sommer leicht verlangsamte. Der Inflationsdruck liess nach. Zum aktuellen Zeitpunkt rechnen die Finanzmärkte mit zahlreichen Zinssenkungen in den nächsten zwölf Monaten. In den USA werden beispielsweise bis September 2025 acht Zinssenkungen erwartet (insgesamt 2% Zinssenkung gegenüber 0,5% im September). Diese Erwartungen erscheinen selbstgefällig. Die Höhe der Zinssenkungen wird massgeblich durch die Wirtschaftsdaten der nächsten Quartale vorgegeben. Darüber hinaus hat die US-Notenbank bislang 1,5% Zinssenkung bis Ende 2025 avisiert.

Wir rechnen mit einem positiven Wachstum der Weltwirtschaft

Obwohl die Wirtschaft leichte Anzeichen einer Abschwächung zeigt, rechnen wir für die zweite Hälfte dieses Jahres und für das nächste Jahr mit einem positiven globalen Wachstum. Der US-Konsument wird unserer Ansicht nach weiterhin ein wichtiger Motor für die US-Wirtschaft sein. Dieser weist eine gesunde Finanzlage mit sehr niedrigen Verschuldungsquoten auf. Vor der grossen Finanzkrise 2008 hatte sich der Konsument in den USA stark verschuldet und das Wachstum beruhte auf der hohen Verschuldung der Haushalte. Seit der Zeit nach der Pandemie wird der Konsum durch einen dynamischen Arbeitsmarkt basierend auf Lohnzuwächsen gestützt. Ausserdem werden sich die nächsten Zinssenkungen positiv auf die Wirtschaft auswirken. Noch ist es schwierig, die möglichen Auswirkungen der Zinssenkungen auf die Wirtschaft zu quantifizieren. Das globale Wachstum könnte sich im Laufe des Jahres 2025 oder 2026 wieder beschleunigen, je nachdem, wie sich die Zinssenkungen auf das Wirtschaftssystem auswirken. In der Vergangenheit hat sich das Wirtschaftswachstum beschleunigt, wenn die Zentralbanken ihre Leitzinsen ohne externe Schocks oder Rezessionen gesenkt haben.

US-Haushalte sind wenig verschuldet Schulden in % des Nettovermögens, USA



Quelle: LSEG Datastream, WKB

Harris oder Trump?

Die Prognosen für den US-Wahlkampf für den 5. November sind nach wie vor eng. Während die Präsidentschaftswahlen die Nachrichten beherrschen, ist die Partei, die den Kongress und das Repräsentantenhaus kontrollieren könnte, eine ebenso wichtige Variable. Es scheint unwahrscheinlich, dass die zukünftige Präsidentin oder der zukünftige Präsident die

Kontrolle über den Kongress erlangen wird. Bei diesem Szenario, einem demokratischen oder republikanischen Präsidenten und einem mehrheitlich von der Gegenpartei vertretenen Kongress, dürften sich die Auswirkungen auf die Finanzmärkte in Grenzen halten.

Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?

US-Aktien verzeichnen im September einen neuen Höchststand.
Nach einer Zinssenkung um 50 Basispunkte in den USA zeichnet sich eine Wende bei den Zinssätzen ab.

4 Neue Rekorde für US-Aktien im September

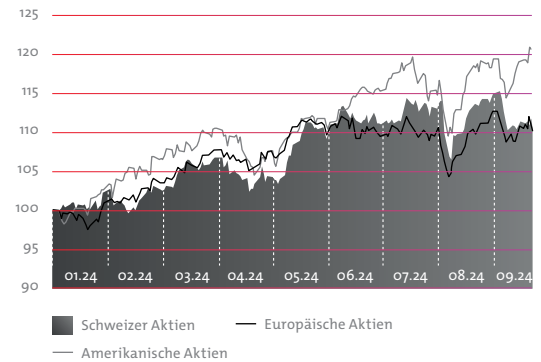
Die Spannungen und die erhöhte Volatilität, die im August an den Finanzmärkten zu beobachten waren, scheinen sich weiter aufzulösen. Einige Wirtschaftsdaten bestätigten die hohe Stabilität der Weltwirtschaft und die schwindende Angst vor einer Rezession. Im September warteten die Märkte auf die Sitzung der US-Notenbank, die ihre erste Zinssenkung seit 2020 ankündigte. Diese senkte den US-Leitzins um 0,5%, also stärker als die «üblichen» 0,25%. Diese Überraschung sowie die positiven Kommentare des Vorsitzenden der US-Notenbank zur wirtschaftlichen Entwicklung der USA gaben den Finanzmärkten wieder Auftrieb. Die US-Aktien übertrafen ihre letzten Höchststände, die im Juli verzeichnet worden waren. Auch die europäischen und schweizerischen Märkte gewannen unter diesem Impuls wieder an Höhe. Aufgrund ihres defensiven Charakters und namentlich angesichts der Frankenstärke blieb die Schweiz in den letzten Wochen leicht zurück.

Die Leitzinssenkung der US-Notenbank um 0,5% läutet die Zinswende ein

Im September richtete sich die Aufmerksamkeit vor allem auf den Zinsscheid der US-Notenbank (Fed). Im Vorfeld dieses Entscheids wurde zunächst eine Senkung der Leitzinsen um 25 Basispunkte als wahrscheinlich erachtet. Nach positiven Daten zur Inflation und zum Arbeitsmarkt, welcher keine weitere spürbare Verlangsamung zeigt, nutzte die Fed die Gelegenheit, die im historischen Kontext hohen Zinsen um 50 Basispunkte zu senken. Vor diesem Hintergrund kam es bei den kurz- und langfristigen Zinssätzen zu deutlichen Bewegungen. Die Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger und zweijähriger amerikanischer Schatzpapiere ist seit Juli 2022 durchgehend negativ. Derzeit vollzieht die US-Zinskurve eine entscheidende Veränderung: Die kurzfristigen Zinssätze sinken schneller als die langfristigen Zinssätze und führen damit zu einer positiven bzw. zunehmend Steigung der Zinskurve (mehr zur Zinskurve auf Seite 5).

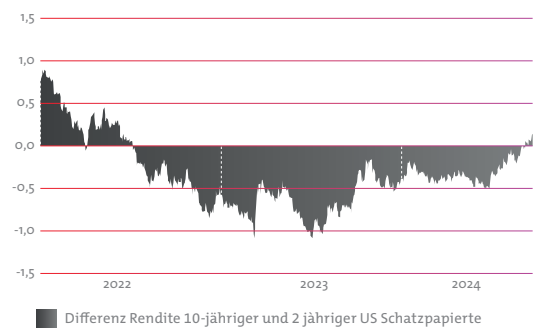
US-Aktien erreichen im September einen neuen Höchststand

Basis 100



Die Zinskurve in den USA wird wieder positiv

Zinskurve in den USA, in %.



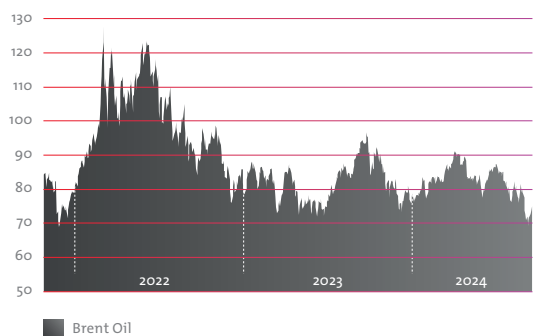
«Die Finanzmärkte haben im September wieder Anlauf zu einem neuen Höhenflug genommen.»

Die Nachfrage nach Öl lässt nach

Im Laufe des Monats September fiel der Brent-Barrelpreis, die weltweit wichtigste Bezugsgrösse auf dem Ölmarkt, unter die Marke von 70 US-Dollar. Dieser Wert war seit Dezember 2021 nicht mehr unterschritten worden. Der Grund für den Preisrückgang scheinen die Unsicherheiten über die chinesische und US-amerikanische Wirtschaft zu sein. Die Nachfrage aus diesen beiden Ländern hat einen grossen Einfluss auf die Entwicklung des Ölpreises. Der angeschlagene chinesische Immobiliensektor, die steigende Arbeitslosigkeit und verlangsamte Industrieproduktion in China belasten die Konjunktur des weltgrössten Ölimporteurs stark. In den USA, dem grössten Verbraucher der Welt, liessen die im August unerwartet schwache Arbeitsmarktdaten befürchten, dass sich das Wachstum stärker verlangsamen würde als erwartet. Kurzfristig profitiert das schwarze Gold von den anhaltenden geopolitischen Spannungen und der Leitzinssenkung der US-amerikanischen Zentralbank. Ein tieferer Zinssatz im US-Dollar sollte stimulierend auf den Konsum wirken.

Öl durchbricht die 70-Dollar-Marke

Preis pro Barrel, in USD

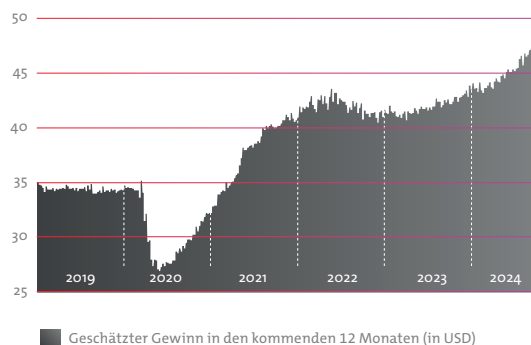


Quelle: ISEF Datastream, WKB

Anlageklassen im Fokus

Aktien werden durch eine weiterhin robuste Wirtschaft in den USA unterstützt. Ein neues Niedrigzinsumfeld wird Schweizer Immobilienfonds zugutekommen.

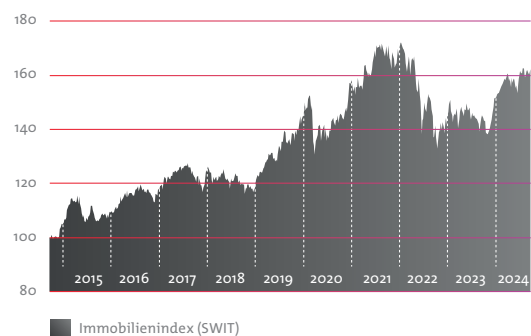
Die Gewinnerwartungen steigen weiter an Entwicklung der geschätzten Gewinne über 12 Monate für globale Aktien



Aktien profitieren von der robusten US-Konjunktur

Bei der Fed-Konferenz, die auf die Ankündigung der Leitzinssenkung um 50 Basispunkte folgte, betonte J. Powell, dass die US-Wirtschaft in guter Verfassung sei. Die Senkung sei keine Reaktion auf Rezessionsängste. Die US-Notenbank will die Leitzinsen auf ein neutrales Niveau von ca. 3% senken, um die Konjunktur und den Arbeitsmarkt stabil zu halten. Die Inflation ist nun nicht mehr Fokus der Geldpolitik. Gleichzeitig gab es bei der Veröffentlichung der Unternehmensergebnisse eine positive Überraschung bei den Gewinnen, wobei das Umsatzwachstum der Unternehmen nicht überzeugen konnte. Für das gesamte Jahr 2024 wird in den USA ein Gewinnwachstum von etwa 10% und für 2025 von 13% erwartet, was bei dem Basisszenario des «Soft-Landing» der Wirtschaft plausibel ist. Historisch gesehen ist der September für Aktien ein Monat mit Kursverlusten. Aufgrund der Präsidentschaftswahlen wird sich womöglich auch der Oktober als schwach erweisen, wobei nach den Wahlen am 5. November, wieder eine beschleunigung der Kursavancen erwartet werden kann.

Schweizer Immobilien haben noch Potenzial Basis 100



Tiefere Zinsen positiv für Schweizer Immobilienfonds

Wenn die Zinsen sinken, verringern sich die Finanzierungskosten beim Erwerb von Immobilien, was wiederum zu einem Anstieg der Immobilienpreise führen kann. Auch Investoren wenden sich in dieser Zeit der Immobilien-Anlageklasse zu, um attraktivere Renditen als bei Anleihen zu erzielen. Derzeit erzielen Immobilienfonds eine durchschnittliche Rendite von 2,6%, was einer Prämie von 2% über der Rendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihe entspricht. Vergleicht man die Bewertung von Immobilienfonds im Kontext des aktuellen Zinsniveaus, erscheint diese immer noch attraktiv. Vor diesem Hintergrund dürften Immobilienfonds im letzten Quartal des Jahres zulegen. Auch mittelfristig bleiben sie angesichts der weltweit erwarteten Leitzinssenkungen attraktiv.

Die Zinskurve

Wird sich die Konjunktur einer Volkswirtschaft positiv oder negativ entwickeln? Kann man mit einem stabilen Wachstum rechnen oder muss man sich auf unsichere Zeiten einstellen? Zur Beantwortung dieser Fragen hilft es die Zinskurve eines Landes zu interpretieren: Je stärker sie nach oben geneigt ist (die langfristigen Zinsen sind höher als die kurzfristigen), desto positiver sind die Markterwartungen und umgekehrt. Was sollte man sonst noch wissen?

- Zinskurven sind normalerweise steigend (langfristige Anleihen erzielen höhere Renditen als kurzfristige Anleihen). Sie können aber auch flach (lang- und kurzfristige Renditen sind ähnlich) und fallend/

invers (kurzfristige Anleihen erzielen höhere Renditen als langfristige Anleihen) sein.

- Wenn die Zinskurve historisch gesehen fallend/invers war, durchlief die Konjunktur, wie auch die Aktienmärkte, schwierigere Zeiten. Daher kann die Zinskurve ein Signal für die erwartete wirtschaftliche Entwicklung geben.

Positionierung und Veränderungen

6



← → Änderungen durch den roten Pfeil angezeigt.

Kommentar zu den Anlageentscheidungen

Die Leitzinssenkungen werden sich positiv auf die Wirtschaft auswirken. Wir belassen Aktien und Hochzinsanleihen bei Übergewicht. Wir erhöhen den Anteil an kotierten Schweizer Immobilienfonds.



7

Mit den Leitzinssenkungen, die sich beschleunigen werden, verbessert sich auch das konjunkturelle Gesamtbild

Das konjunkturelle Gesamtbild, das sich für die nächsten paar Quartale abzeichnet, kann als positiv bezeichnet werden. Mit dem starken Rückgang der Inflation schlagen die Zentralbanken nun ein neues Kapitel auf, nämlich die Normalisierung der Leitzinsen. Die ersten Zinssenkungen, die wir seit Anfang des Jahres beobachten konnten, werden sich bis Ende 2024 und 2025

«Die Auswirkung der Zinssenkungen auf die konjunkturelle Entwicklung ist aktuell nur schwierig zu quantifizieren, sie ist aber mit Sicherheit positiv»

in eine grössere Anzahl von Zinssenkungen in Europa und den USA wiederfinden. Die grosse Frage die sich nun stellt, lautet: Wie werden sich die Zinssenkungen auf das Wirtschaftswachstum auswirken? Zum jetzigen Zeitpunkt ist dies nur mit vielen ungewissen Annahmen zu beantworten. Doch auch wenn es wohl mehrere Monate dauern wird, bis sich die Auswirkungen der Leitzinssenkungen bemerkbar machen, ist eines sicher: Die Zinssenkungen wirken sich letztendlich positiv auf die konjunkturelle Entwicklung aus.

Wir bleiben weiterhin Übergewichtet in Aktien und Hochzinsanleihen

Folglich könnte sich die Weltwirtschaft wieder beschleunigen, was sowohl für Unternehmen als auch für Anleger eine willkommene Entwicklung ist. In Anbetracht dessen behalten wir das erhöhte Risikoniveau im Vergleich zur Referenzallokationen in unseren Portfolios bei. Im August hatten wir eine Übergewichtung in Aktien eingeleitet, um von der damaligen Korrektur zu profitieren. Im Anleihe segment sind wir stark in Hochzinsanleihen investiert. Diese bleiben in einem positiven Wirtschaftsumfeld basierend auf den äusserst attraktiven Rendite-niveaus eine starke Überzeugung im Rahmen unseres Investitionsprozesses.

Die Rendite auf Anleihen in Schweizer Franken haben sich seit letzten Juli stark zurückgebildet. In diesem Rückgang sind unserer Meinung nach bereits viele gute Nachrichten enthalten. Sollte sich die Inflation wieder beschleunigen oder sollten die Erwartungen für Zinssenkungen nach oben korrigiert werden, könnten die Renditen wieder steigen. Aus diesen Gründen senken wir den Anteil an Schweizer Obligationen und reduzieren die Duration im Vergleich zur Referenzallokation. Gleichzeitig erhöhen wir den Anteil an Schweizer Immobilienfonds, deren Renditen und Bewertung weiterhin attraktiv sind. Zudem sollten Schweizer Immobilienfonds von einer positiven Saisonalität zum Jahresende profitieren.



Mathias Cotting, CFA
Chefökonom



Andrin Albrecht
Ökonom

Übersicht Performance (Gesamtrendite)

8

Aktien	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in CHF)
Welt	2,4	19,4	19,4
Schweiz	0,0	12,0	12,0
Eurozone	3,5	13,8	15,2
USA	2,2	21,2	21,2

Obligationen	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in CHF)
Staatsanleihen	0,9	2,3	2,7
Unternehmensanleihen	2,2	8,9	8,9
Entwicklungsländer USD	2,5	11,6	11,7

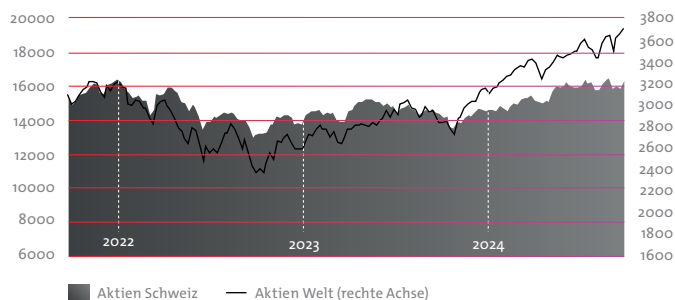
Zinsen	in %	Seit 1 Monat (absolute Veränderung)	2024 (absolute Veränderung)
3 Jahre - Schweiz	0,36	-0,16	-0,96
3 Jahre - Deutschland	1,94	-0,31	-0,65
3 Jahre - USA	3,48	-0,31	-0,72
10 Jahre - Schweiz	0,41	-0,05	-1,19
10 Jahre - Deutschland	2,14	-0,15	-0,42
10 Jahre - USA	3,75	-0,17	-0,08

Währungen	Wechselkurs	Seit 1 Monat (%)	2024 (%)
EUR/CHF	0,941	0,0	1,2
USD/CHF	0,842	-0,1	0,0

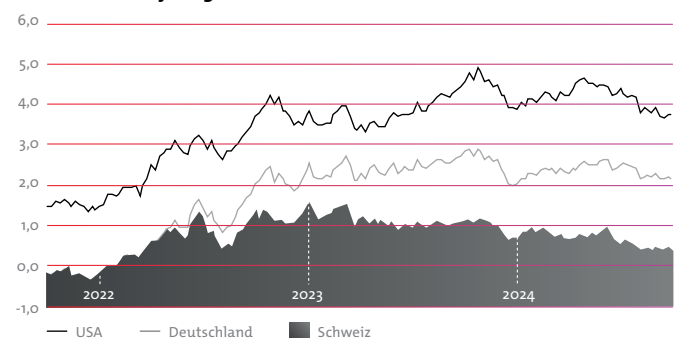
Alternative Anlagen	Kurs/Preis	Seit 1 Monat (%)	2024 (%)
Immobilien indirekt Schweiz	197	2,9	10,1
Gold (USD/Unze)	2648	5,3	28,2
Öl (WTI, USD/Fass)	69	-10,2	-4,4

Angaben vom 29.09.24
Quelle: LSEG Datastream, WKB

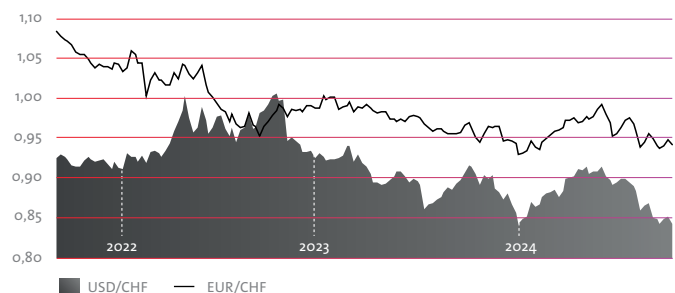
Schweiz und Welt (Preisindex)



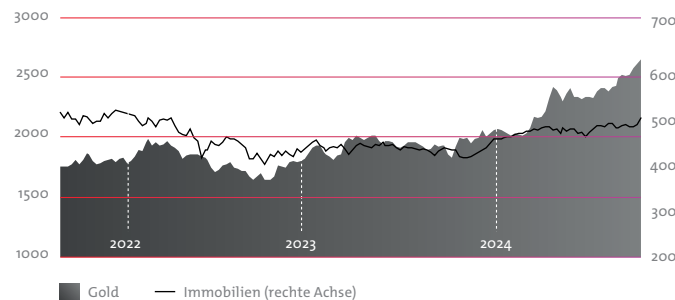
Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen



Wechselkurse



Gold- und Immobilienpreise



Quelle: LSEG Datastream, WKB